



GERENCIA PARA EL DESARROLLO

79

## Impacto del gobierno corporativo en la rentabilidad de los bancos del Perú

René Cornejo

José Dávila

Peggy Benavente

Diony Carbajal

Carolina Eche



**esan**  
ediciones

**Impacto del gobierno corporativo  
en la rentabilidad de los bancos del Perú**

# **Impacto del gobierno corporativo en la rentabilidad de los bancos del Perú**

René Cornejo • José Dávila • Peggy Benavente  
Diony Carbajal • Carolina Eche

**Impacto del gobierno corporativo en la rentabilidad de los bancos del Perú**

ISBN 978-612-4437-00-7

Serie Gerencia para el Desarrollo 79

© René Cornejo, José Dávila, Peggy Benavente, Diony Carbajal, Carolina Eche, 2019

© Universidad ESAN, 2019

Av. Alonso de Molina 1652, Surco, Lima-Perú

[www.esan.edu.pe](http://www.esan.edu.pe)

[esanediciones@esan.edu.pe](mailto:esanediciones@esan.edu.pe)

Primera edición digital

Lima, abril del 2019

DIRECCIÓN EDITORIAL

Ada Ampuero

CORRECCIÓN TÉCNICA

José Lumbreras

CORRECCIÓN DE ESTILO Y EDICIÓN

Rosa Díaz

DISEÑO DE CARÁTULA

Alexander Forsyth

DISEÑO DE INTERIORES Y DIAGRAMACIÓN

Ana María Tessey

PUBLICADO

Abril del 2019

# Índice

---

|   |    |
|---|----|
| Introducción  | 8  |
| 1. Marco contextual   | 13 |
| 1. La economía peruana 2008-2016  | 13 |
| 2. El sistema financiero peruano  | 21 |
| 2.1. Organización y componentes   | 21 |
| 2.2. Operaciones  | 23 |
| 2.2.1. Banca múltiple   | 23 |
| 2.2.2. Financieras  | 26 |
| 2.2.3. Microfinancieras   | 26 |
| 3. Los cuatro principales bancos peruanos   | 28 |
| 3.1. Banco de Crédito del Perú  | 29 |
| 3.2. BBVA Continental   | 30 |
| 3.3. Scotiabank Perú  | 31 |
| 3.4. Interbank  | 32 |
| 2. Marco teórico  | 34 |
| 1. Estado del arte  | 34 |
| 1.1. El caso de empresas industriales listadas en bolsa en Bélgica                  | 35 |
| 1.2. El caso de empresas que cotizan en bolsa en Noruega                            | 36 |
| 1.3. El caso de bancos que cotizan en bolsa en Estados Unidos de América, 1986-1996 | 38 |
| 1.4. El caso de una empresa no financiera en Venezuela                              | 40 |

|   |    |
|---|----|
| 1.5. El caso de los bancos en Estados Unidos de América, 1990-2009  | 41 |
| 1.6. El caso de la banca en Etiopía   | 43 |
| 1.7. El caso de los bancos en los países islámicos  | 44 |
| 1.8. El caso de los bancos que cotizan en bolsa en la India   | 45 |
| 2. Enfoques teóricos relevantes   | 47 |
| 2.1. Teoría de la agencia   | 47 |
| 2.2. Teoría de los grupos de interés  | 49 |
| 2.3. Teoría de la dirección   | 50 |
| 2.4. Teoría de dependencia de recursos  | 51 |
| 3. Principios de Buen Gobierno Corporativo  | 53 |
| 3.1. Principios de Gobierno Corporativo de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos | 53 |
| 3.2. Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas                                     | 54 |
| 3. Aspectos metodológicos   | 57 |
| 1. Diseño del modelo de investigación   | 57 |
| 1.1. Hipótesis de trabajo   | 57 |
| 1.2. Variables de gobierno corporativo  | 58 |
| 1.3. Variables de rentabilidad  | 68 |
| 1.4. Variables de control y macroeconómicas   | 69 |
| 1.5. Relación entre gobierno corporativo y rentabilidad   | 70 |
| 2. Recolección y análisis de la información   | 72 |
| 2.1. Universo de estudio  | 72 |
| 2.2. Tipo de datos  | 73 |
| 2.3. Fuente de información  | 73 |
| 2.4. Método de análisis de los datos  | 74 |
| 2.5. Datos de panel   | 74 |
| 4. Desarrollo del modelo  | 79 |
| 1. Descripción estadística de las variables   | 79 |
| 1.1. Rentabilidad   | 81 |
| 1.2. Tamaño del consejo de administración   | 82 |
| 1.3. Ratio de mujeres en el consejo de administración   | 82 |
| 1.4. Directores independientes en el consejo de administración  | 83 |
| 1.5. Total de acciones con derecho a voto   | 83 |
| 1.6. Endeudamiento  | 85 |

|   |     |
|---|-----|
| 1.7. Evaluación del desempeño del directorio                                  | 86  |
| 1.8. Activos totales  | 87  |
| 1.9. Información actualizada sobre las acciones                               | 87  |
| 1.10. Producto bruto interno  | 88  |
| 1.11. Inflación   | 89  |
| 2. Correlación entre variables independientes<br>y rentabilidad de los bancos | 89  |
| 3. Análisis y discusión de resultados   | 93  |
| 3.1. Tamaño del consejo de administración                                     | 93  |
| 3.2. Número de consejeros independientes                                      | 94  |
| 3.3. Número de mujeres en el consejo de administración                        | 95  |
| 3.4. Total de acciones con derecho a voto                                     | 95  |
| 3.5. Evaluación del desempeño del directorio                                  | 96  |
| 3.6. Información actualizada sobre las acciones                               | 97  |
| Conclusiones y recomendaciones  | 99  |
| 1. Conclusiones   | 99  |
| 2. Recomendaciones  | 100 |
| Bibliografía  | 101 |
| Sobre los autores   | 109 |

## Introducción

---

El presente estudio aborda el tema del impacto del gobierno corporativo (GC) sobre la rentabilidad de los bancos del Perú. El GC promovido por la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) se ha convertido en un modelo de referencia para responsables políticos, inversionistas, empresas y otras partes interesadas de todo el mundo.

La OCDE se creó en virtud de un convenio firmado por países de Europa y América del Norte en París que entró en vigor el 30 de septiembre de 1961. Hoy tiene 37 Estados miembros. Su objetivo es promover las políticas destinadas a lograr el mayor crecimiento sostenible posible de la economía y del empleo, y mejorar el nivel de vida en los Estados miembros, manteniendo la estabilidad financiera y contribuyendo así al crecimiento de la economía mundial; a promover una sana expansión económica tanto en los Estados miembros como en los no miembros en vías de desarrollo económico; y la expansión del comercio mundial sobre una base multilateral y no discriminatoria, de acuerdo con las obligaciones internacionales. Dentro de estos objetivos, en 1999 formuló sus Principios de Gobierno Corporativo.

El Foro sobre Estabilidad Financiera ha calificado dichos principios como una de las 12 normas fundamentales para garantizar sistemas financieros sanos. También constituyen la base para un extenso programa de cooperación entre la OCDE y los países que no pertenecen a esta organización, al mismo tiempo que sirven de apoyo al componente de GC de



los Informes sobre la Observancia de Códigos y Normas (ROSC) del Banco Mundial y del Fondo Monetario Internacional (FMI).

A mediados del 2007 la economía mundial se enfrentó a la peor crisis financiera desde la Gran Depresión de 1930. Se produjeron fracasos de negocios claves, disminución de la actividad económica, insolvencia bancaria, disminución de la riqueza de los consumidores y pérdidas en los mercados bursátiles mundiales. Uno de los efectos de esta crisis global fue que se realizaran rescates financieros multimillonarios.

El sector bancario en especial enfrentó los principales problemas ocasionados por el otorgamiento de créditos. En ese aspecto, la crisis financiera puede verse como un colapso del GC que sugiere que los directores no comprendieron de manera adecuada los riesgos financieros.

Pero las fallas del GC no solo se relacionaron con la crisis. Desde hacía algunos años habían ocurrido escándalos corporativos, como los de Barings Bank, Enron y WorldCom, que mostraron debilidades de gobernabilidad debidas a mecanismos de control inadecuados e ineficaces. En el caso de WorldCom, que fuera la segunda compañía de telefonía de larga distancia más grande de Estados Unidos de América (EUA), se registraron pérdidas debidas al comportamiento fraudulento de sus ejecutivos de alrededor de 11,000 millones de dólares. Como consecuencia, la compañía se declaró en bancarrota, se vio obligada a vender la mayoría de sus unidades de negocios y a suprimir 17,000 puestos de trabajo. Ello se debió principalmente a la inadecuada función de supervisión de los directores y al hecho de que las personas responsables de la empresa no cumplieran sus obligaciones para con los accionistas.

En general, los bancos están expuestos a una mayor asimetría de información<sup>1</sup> de su personal y de sus accionistas, en comparación con instituciones no financieras, además de estar sujetos a un gran número de regulaciones.

1. La asimetría de información ocurre cuando una parte tiene más información que su contraparte acerca de las características del bien o el servicio que es objeto de la transacción.

A ello hay que añadir tres razones que incrementan la importancia del GC en los bancos de los países en desarrollo. En primer lugar, los bancos tienen una posición dominante en el sistema financiero de una economía emergente y son motores del crecimiento económico. En segundo lugar, como los mercados financieros en las economías emergentes por lo general son incipientes, los bancos suelen ser la fuente más importante de financiamiento para la mayor parte de empresas y sirven como vehículo para que el gobierno aplique su política monetaria. Finalmente, los bancos de los países emergentes resultan los principales depositarios de los ahorros de la economía.

La OCDE, en un informe de actualización de sus principios (OCDE, 2004), señala las principales diferencias entre la gobernanza bancaria y la corporativa en los sectores no financieros. Primero, la debilidad de la estructura de gestión bancaria conduce a la desestabilización del sistema financiero y trae más riesgos para la economía nacional; segundo, los bancos están más expuestos a riesgos de gestión de los depósitos bancarios; tercero, los bancos y los acreedores disfrutaban de medidas de protección brindadas por el gobierno, como programas de seguros sobre depósitos y reservas de liquidez. Finalmente, los bancos están sujetos a numerosos sistemas y regulaciones que son un elemento importante y crucial para garantizar una gobernanza bancaria sana. Por estas razones, el GC del sector bancario requiere un enfoque especial y ha sido un área creciente de investigación y debate, sin haberse llegado a un consenso sobre el impacto del GC en el desempeño de las empresas.

Se debe mencionar que el sector bancario tiene inusuales problemas de «agencia». La mayoría de proveedores de fondos del sector bancario son depositantes atomizados que solo tienen una pequeña participación en el banco, lo que aumenta los incentivos de los accionistas para maximizar sus utilidades mediante la explotación de otros proveedores de fondos. Los proveedores tampoco tienen suficiente poder para monitorear y controlar a los gerentes y a los propietarios en el funcionamiento del banco. Otra cuestión es que es posible que los intereses de los accionistas bancarios se opongan a los de los reguladores gubernamentales quienes pueden no coincidir con la maximización del valor bancario: los accionistas buscan que los gerentes asuman más riesgos de lo que es socialmente óptimo, mientras que los reguladores prefieren que los gerentes tomen menos riesgos

debido a su preocupación por la estabilidad financiera de la economía. Los accionistas podrían motivar a sus gerentes y directores con incentivos; sin embargo, desde el punto de vista de los reguladores los esquemas de compensación deberían estar estructurados para desalentar a los bancos a tomar demasiados riesgos.

En este contexto de riesgo y fracaso del mercado, la teoría de la agencia ha carecido de eficacia para superar sus problemas. Por estas razones, la investigación actual postula que el mecanismo de GC de los bancos debería extenderse para incluir estos componentes.

El presente estudio adopta un enfoque de investigación con un método cuantitativo mediante el empleo de información publicada en los portales de instituciones como la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) y la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). Se desarrolla y analiza información de los bancos comerciales del Perú en el periodo 2008-2016.

El análisis se centra en los mecanismos internos del GC, por considerarlos de mayor relevancia en el impacto sobre la rentabilidad de los bancos del sistema financiero peruano. Estos mecanismos son observables y medibles a través de información pública. Se debe señalar que en el modelo no se han considerado todos los mecanismos del GC porque no se cuenta con información completa.

Los bancos a analizar fueron los 16 autorizados a operar en el país.

Para futuras investigaciones se recomienda ampliar el análisis a un periodo de tiempo más extenso, de manera que se pueda estudiar el impacto de algunas variables en el mediano y en el largo plazo. Además, en el caso peruano se podría aplicar este método a otras industrias, dada la falta de investigaciones relacionadas.

En ese contexto, la presente investigación busca validar un marco teórico que explique los mecanismos del GC en la banca múltiple del Perú, ubicar las variables más importantes que inciden en su desempeño y determinar su posible relación y significado en la rentabilidad de los bancos.

El libro está compuesto de cuatro capítulos:

- El primero desarrolla el marco contextual de la problemática señalada, describiendo brevemente la situación de la economía peruana y del sistema financiero local para el periodo estudiado, exponiendo en detalle el caso de cada tipo de empresa financiera y evaluando la situación de los cuatro principales bancos comerciales del país.
- El segundo expone el marco teórico del estudio, consistente en las investigaciones relevantes que tratan sobre temas relacionados al objeto de investigación, las teorías económicas vinculadas, como las de la agencia, de los grupos de interés (*stakeholders*), de dirección y de dependencia de recursos, y los principios de Buen Gobierno Corporativo (BGC).
- El tercero aborda los aspectos metodológicos de la investigación, para lo cual expone tanto el procedimiento relativo al modelo de investigación como el relacionado con la recolección y el análisis de la información.
- El cuarto aplica el modelo con base en lo presentado en los capítulos anteriores, explica los resultados obtenidos respecto a cada variable clave y su correlación con la rentabilidad de los bancos.

Finalmente, en las conclusiones se discuten y analizan los resultados obtenidos respecto a las hipótesis propuestas y se formulan las recomendaciones que se derivan de ellas.

# 1

---

## Marco contextual

El presente capítulo desarrolla el marco contextual de la problemática. Con este propósito se describe brevemente la situación de la economía peruana y del sistema financiero local para el periodo estudiado, se expone en detalle el caso de cada tipo de empresa financiera y se realiza una somera evaluación de los cuatro principales bancos comerciales del país.

### **1. La economía peruana 2008-2016**

Según el balance del FMI, citado por el Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI), durante el periodo 2008-2016 la economía mundial se encontró en un proceso de reajuste después de la crisis financiera del 2009 lo que resultó en un moderado crecimiento mundial de alrededor del 3% (INEI, 2017, p. 27). El Perú estuvo influido por la evolución de la economía mundial, lo cual se reflejó en su producto bruto interno (PBI).

El crecimiento del PBI en el 2008 fue del 9.1%, año en el que se obtuvo el mayor crecimiento del periodo 2008-2016, lo que se debió a un incremento de la formación bruta de capital del 31.1% y de las exportaciones en el 7.8% (cuadro 1.1). El aumento de las inversiones ese año se explicó por la ejecución de proyectos mineros de la Sociedad Minera Cerro Verde, de Buenaventura y de Southern, así como de inversiones de Odebrecht Perú, el proyecto Camisea II, la ampliación de planta de Backus y las obras de ampliación de Cementos Lima.

**Cuadro 1.1. Perú: crecimiento de la oferta y la demanda global, 2007-2016\***

| Rubros                                 | 2007 | 2008 | 2009  | 2010 | 2011  | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 |
|--|------|------|-------|------|-------|------|------|------|------|------|
| <b>Producto bruto interno</b>          | 8.5  | 9.1  | 1.1   | 8.3  | 6.3   | 6.1  | 5.9  | 2.4  | 3.3  | 3.9  |
| Extracción                             | 4.1  | 7.9  | 0.5   | 1.3  | 2.8   | 1.8  | 4.3  | -1.4 | 7.6  | 11.5 |
| Transformación                         | 11.9 | 10.5 | -3.2  | 12.0 | 7.0   | 5.3  | 6.5  | -0.2 | -3.0 | -2.1 |
| Servicios                              | 9.2  | 8.3  | 3.4   | 8.6  | 7.7   | 7.5  | 5.8  | 4.7  | 4.9  | 3.9  |
| <b>Importaciones</b>                   | 21.3 | 25.0 | -15.9 | 26.6 | 13.6  | 10.0 | 2.9  | -1.0 | -0.8 | 0.3  |
| <b>Oferta y demanda global</b>         | 10.8 | 12.2 | -2.6  | 11.7 | 7.9   | 7.0  | 5.2  | 1.6  | 2.4  | 3.1  |
| <b>Demanda interna</b>                 | 12.3 | 13.7 | -2.4  | 14.5 | 8.6   | 8.1  | 6.7  | 2.9  | 2.5  | 0.9  |
| Consumo final privado                  | 8.6  | 8.9  | 3.1   | 9.1  | 7.2   | 7.4  | 5.7  | 3.9  | 3.4  | 3.5  |
| Consumo del gobierno                   | 4.3  | 4.8  | 12.1  | 3.9  | 7.4   | 8.3  | 7.5  | 8.3  | 5.8  | 4.9  |
| Formación bruta de capital             | 28.6 | 31.1 | -20.2 | 35.8 | 12.2  | 9.5  | 8.5  | -1.2 | -0.8 | -7.1 |
| <b>Formación bruta de capital fijo</b> | 22.7 | 27.8 | -3.4  | 21.9 | 9.9   | 14.9 | 5.4  | -2.0 | -6.4 | -4.2 |
| Público                                | 20.4 | 33.7 | 29.7  | 16.3 | -11.3 | 19.8 | 12.6 | 0.1  | -5.7 | 3.1  |
| Privado                                | 23.2 | 26.5 | -11.0 | 23.7 | 16.6  | 13.7 | 3.6  | -2.6 | -6.6 | -6.3 |
|  | 6.7  | 7.8  | -3.3  | 3.2  | 5.5   | 3.1  | -0.6 | -3.8 | 1.6  | 12.9 |

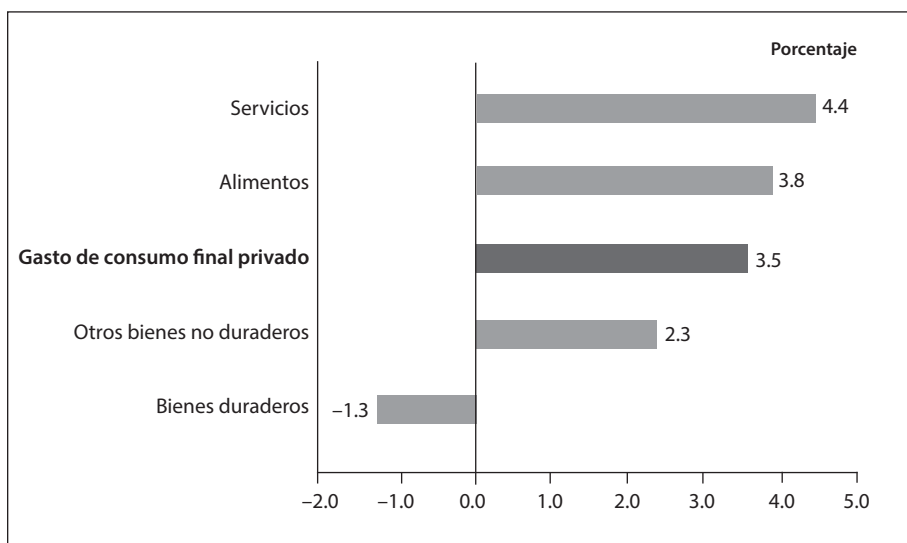
\* Variación porcentual del índice de volumen físico. Este cuadro, como los cuadros y las figuras siguientes, tiene como año base el año 2007 que es igual a 100.

Fuente: INEL, 2017, p. 13.

El año siguiente, 2009, en cambio, fue el de menor crecimiento del mismo periodo. El principal motivo fue la crisis financiera internacional. En el 2010 la economía doméstica se recuperó al alcanzar un crecimiento del 8.3% debido al incremento de la inversión en el 35.8%, crecimiento explicado por la mayor inversión en minería y en hidrocarburos.

El 2011 la economía peruana creció el 6.3% por el aumento de la demanda interna y el incremento de las importaciones en el 13.6%; el 2012, el crecimiento fue del 6.1%, lo que se explicó por la mayor inversión privada y pública, principalmente de los nuevos proyectos mineros Chinalco y Xtrata, y de hidrocarburos de Pluspetrol Camisea; en el 2016 el crecimiento del PBI se debió al aumento del consumo final privado en el 3.5% y del consumo del gobierno en el 4.9%, así como al incremento de las exportaciones en el 12.9%.

En el 2016, el crecimiento del gasto de consumo final privado fue del 3.5% (figura 1.1) y se debió al incremento de servicios en el 4.4% y de alimentos en el 3.8, pese al crecimiento de otros bienes no duraderos en solo el 2.3% y a la disminución de bienes duraderos en el -1.3%.

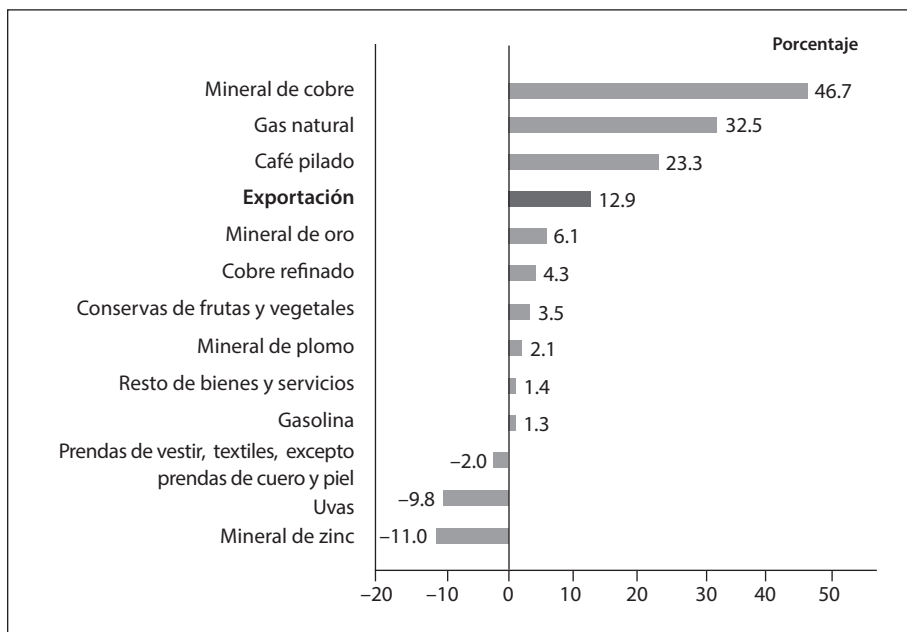


**Figura 1.1. Perú: crecimiento del gasto de consumo final privado, 2016\***

\* Variación porcentual del índice de volumen físico.

Fuente: INEI, 2017, p. 15.

Ese mismo año, el incremento de las exportaciones fue del 12.9% (figura 1.2), debido sobre todo a las mayores exportaciones de cobre (46.7%), gas natural (32.5%) y café pilado (23.3%). Los cinco principales destinos de las exportaciones peruanas fueron China (23.5%), EUA (17.7%), Suiza (7.1%), Canadá (4.7%) y la República de Corea del Sur (3.9%) (INEI, 2017, p. 14).



*Figura 1.2. Perú: crecimiento de la exportación de bienes y servicios, 2016*

\* Variación porcentual del índice de volumen físico.

Fuente: INEI, 2017, p. 14.

El PBI por actividad económica creció en el 2016 en el 3.9% (cuadro 1.2). Ese año, el sector extracción de petróleo, gas y minerales fue el que más creció (16.3%), seguido de telecomunicaciones y otros servicios de información (8.1%), electricidad, gas y agua (7.3%) y servicios financieros, seguros y pensiones (5.4%). Este último tuvo el crecimiento más bajo del periodo 2008-2016.

El crecimiento del sector servicios financieros, seguros y pensiones en el 2016 (figura 1.3) se debió al incremento de las actividades servicios financieros (6.2%), de servicios de seguros (1.8%) y de pensiones (3.2%). A su vez, el crecimiento de servicios financieros se vio impulsado por el aumento



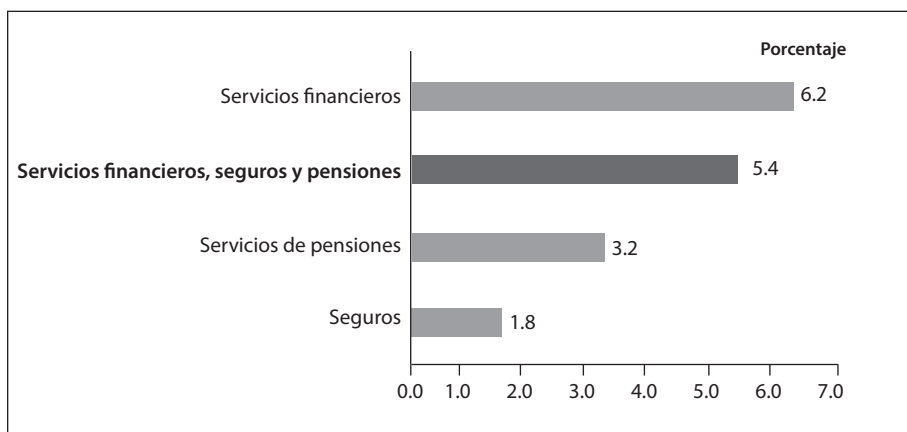
**Cuadro 1.2. Perú: crecimiento del producto bruto interno según actividad económica, 2007-2016\***

|   | Años       |            |            |            |            |            |            |            |            |            |  |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|--|
|   | 2007       | 2008       | 2009       | 2010       | 2011       | 2012       | 2013       | 2014       | 2015       | 2016       |  |
| <b>Economía total (PBI)</b>                         | <b>8.5</b> | <b>9.1</b> | <b>1.1</b> | <b>8.3</b> | <b>6.3</b> | <b>6.1</b> | <b>5.9</b> | <b>2.4</b> | <b>3.3</b> | <b>3.9</b> |  |
| Agricultura, ganadería, caza y silvicultura         | 3.3        | 8.0        | 0.9        | 4.2        | 4.0        | 6.3        | 1.1        | 1.3        | 3.0        | 1.8        |  |
| Pesca y acuicultura                                 | 9.3        | 3.0        | -4.7       | -27.8      | 61.7       | -36.2      | 23.0       | -28.7      | 15.9       | -10.1      |  |
| Extracción de petróleo, gas y minerales             | 4.2        | 8.1        | 0.6        | 1.4        | 0.3        | 1.8        | 5.1        | -1.6       | 9.5        | 16.3       |  |
| Manufactura   | 10.6       | 8.5        | -6.5       | 10.1       | 8.3        | 1.3        | 5.2        | -1.1       | -1.7       | -1.6       |  |
| Electricidad, gas y agua                            | 9.2        | 8.0        | 1.0        | 8.7        | 8.2        | 5.9        | 3.4        | 5.2        | 6.0        | 7.3        |  |
| Construcción  | 16.6       | 16.9       | 6.5        | 17.0       | 3.6        | 15.9       | 9.4        | 1.8        | -5.8       | -3.1       |  |
| Comercio  | 10.3       | 10.7       | -0.8       | 11.9       | 8.6        | 8.5        | 4.9        | 1.9        | 4.0        | 1.8        |  |
| Transporte, almacenamiento, correo y mensajería     | 10.2       | 9.0        | -0.9       | 13.2       | 11.4       | 7.0        | 6.6        | 2.2        | 2.7        | 3.4        |  |
| Alojamiento y restaurantes                          | 9.1        | 10.3       | 0.6        | 7.4        | 11.1       | 10.8       | 6.8        | 5.2        | 3.0        | 2.6        |  |
| Telecomunicaciones y otros servicios de información | 31.7       | 17.1       | 8.1        | 10.1       | 11.5       | 12.2       | 8.7        | 8.6        | 9.3        | 8.1        |  |
| Servicios financieros, seguros y pensiones          | 12.8       | 6.4        | 8.1        | 10.0       | 10.8       | 9.6        | 9.7        | 12.8       | 9.7        | 5.4        |  |
| Servicios prestados a empresas                      | 15.0       | 12.3       | 2.5        | 11.6       | 9.3        | 7.2        | 7.3        | 4.6        | 4.6        | 2.2        |  |
| Administración pública y defensa                    | 1.8        | 7.7        | 18.2       | 8.1        | 4.3        | 8.1        | 3.9        | 5.3        | 3.9        | 4.6        |  |
| Otros servicios                                     | 5.0        | 4.0        | 2.8        | 3.6        | 4.0        | 4.6        | 4.5        | 4.1        | 4.5        | 4.1        |  |
| <b>Industrias total (VAB)</b>                       | <b>8.6</b> | <b>8.7</b> | <b>1.2</b> | <b>7.7</b> | <b>6.5</b> | <b>5.8</b> | <b>5.6</b> | <b>2.3</b> | <b>3.5</b> | <b>4.0</b> |  |
| DM-Otros impuestos a los productos                  | 7.5        | 13.5       | 0.3        | 14.9       | 4.8        | 9.5        | 7.9        | 2.8        | 0.4        | 2.4        |  |

\* Variación porcentual del índice de volumen físico.

Fuente: INEI, 2017, p. 17.

de los créditos otorgados por la banca múltiple y las cajas municipales de ahorro y crédito y por el incremento de las primas de seguros de vida y de accidentes y enfermedades.



**Figura 1.3. Perú: crecimiento del valor agregado bruto de servicios financieros, seguros y pensiones, 2016\***

\* Variación porcentual del índice de volumen físico.

Fuente: INEI, 2017.

La inflación en el Perú en el periodo 2008-2016 fue variable (figura 1.4). En el 2008 el índice de precios al consumidor, medido por el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), tuvo la variación más elevada del periodo con el 5.8%, muy por encima de las metas oficiales, que la situaron en un rango entre el 1% y el 3%; lo que se explicó sobre todo por el incremento de los precios de alimentos y bebidas. La inflación del 2016 llegó al 3.6% y se debió, en cambio, al incremento de los precios de los combustibles y de la electricidad.

El tipo de cambio (venta) pasó de 2.92 soles por dólar estadounidenses en el 2008 a 3.38 soles por dólar en el 2016 (figura 1.5). A fines del 2008, con el estallido de la crisis financiera internacional, se produjo un incremento de la demanda de dólares lo cual presionó la depreciación del sol. Desde marzo del 2009 hubo un periodo de recuperación de los mercados financieros y se revirtió la depreciación del tipo de cambio ocurrida por la crisis. Sin embargo, en el 2015 y, sobre todo, en el 2016 el tipo de cambio volvió a subir por el alza en los precios de las materias primas transables

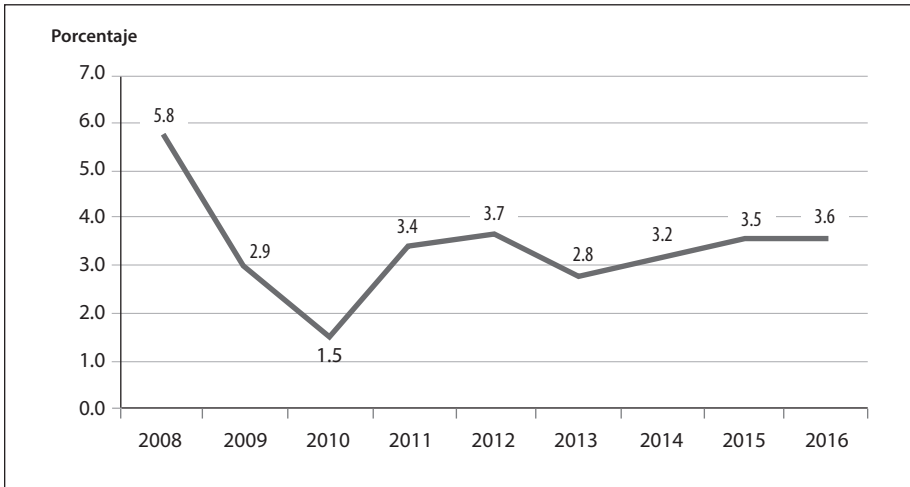


Figura 1.4. Perú: variación porcentual de la inflación anual, 2008-2016

Fuente: BCRP.

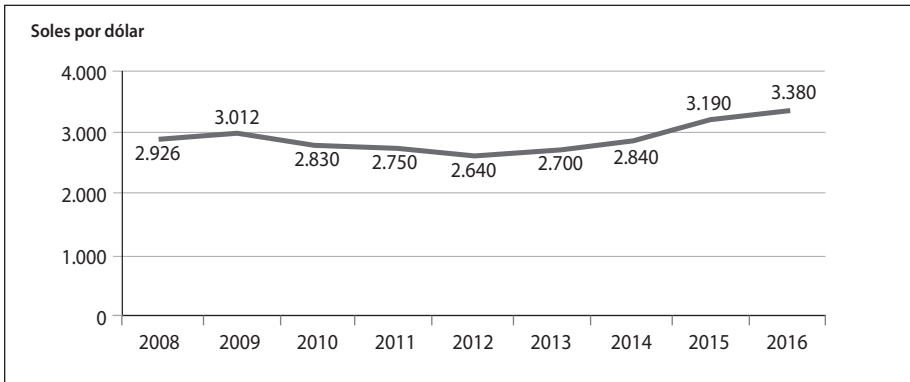
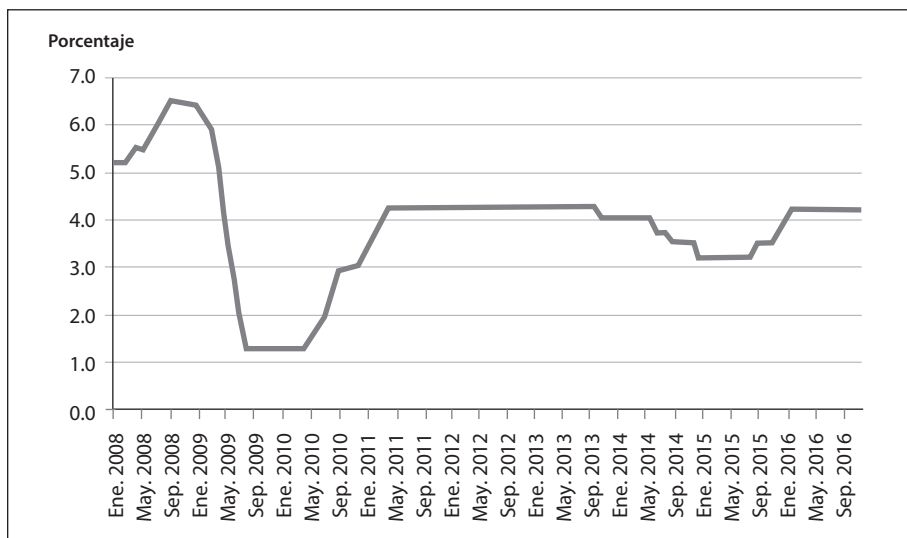


Figura 1.5. Perú: tipo de cambio venta promedio anual, 2008-2016

Fuente: BCRP.

(*commodities*) y las expectativas de una reversión más rápida de la posición de estímulo monetario del Sistema de Reserva Federal (FED), luego del resultado de las elecciones en EUA.

Todos los meses, el directorio del BCRP publica una tasa de interés de referencia para el mercado de préstamos interbancarios. En el periodo de estudio (figura 1.6) esta tasa también fue variable: alcanzó su nivel más bajo en el 2009 (1.25%) como producto de la crisis financiera, mientras que en el



**Figura 1.6.** Perú: tasa de interés mensual de referencia de la política monetaria, 2008-2016

Fuente: BCRP.

2016 se mantuvo en el 4.5%, lo que se debió a que la inflación se encontró por encima del rango meta.

En cuanto a las expectativas, de acuerdo con el reporte de inflación (RI) del BCRP a diciembre del 2017, en el periodo de enero a noviembre de ese año el nivel general de precios al consumidor se incrementó a tasas menores a las históricas. Si bien en los primeros meses del año hubo incrementos por efectos climáticos, a partir de septiembre se registró una reducción del precio de los alimentos de origen agrícola. Para los próximos años, el BCRP proyectaba una inflación interanual por debajo del 2%.

Según ese RI, de septiembre a noviembre del 2017 el tipo de cambio se apreció en el 0.2%, de 3.24 a 3.23 soles por dólar, lo que llevó a que la apreciación del sol en el 2017 fuese del 3.7%. La apreciación de los últimos meses del 2017 se debió a la recuperación de los precios de los *commodities*.

Asimismo, las acciones del BCRP continuaron siendo expansivas, mantuvieron la inflación dentro del rango meta y consiguieron la recuperación del crecimiento económico en el último trimestre. En este contexto, el BCRP

redujo la tasa de interés de referencia del 3.25% en noviembre manteniéndola en diciembre e indicando: «[...] está] atento a la nueva información sobre la inflación y sus determinantes para considerar, de ser necesario, modificaciones en la posición de su política monetaria» (BCRP, 2017, p. 72). Por otro lado, redujo la tasa de encaje, lo que contribuyó a las medidas monetarias y financieras expansivas en el sistema financiero.

## 2. El sistema financiero peruano

Dentro de la economía peruana, el sector financiero cumple una importante función. A continuación se revisará brevemente su organización y componentes, y las operaciones que realiza.

### 2.1. Organización y componentes

La SBS señala que, a diciembre del 2016, el sistema financiero peruano contaba con 60 empresas (63 a diciembre del 2008) y activos por 437,000 millones de soles, muy superiores a los 185,000 millones de soles que mantenía al 2008 (SBS, 2017).

Las empresas del sector (cuadro 1.3) se dividen en:

- Bancarias, 16 cuyo número se ha mantenido estable desde el 2008.
- Financieras, 11, un número mayor a las tres que existían en el 2008.
- Microfinancieras no bancarias, o microfinancieras, constituidas por cajas municipales, cajas rurales de ahorro y crédito (CRAC) y entidades de desarrollo de la pequeña y microempresa (EDPYME), que se redujeron de 36 en el 2008 a 28 en el 2016.
- Empresas de arrendamiento financiero de las que solo quedan dos, mientras que en el 2008 había cinco.
- Banca estatal que se ha mantenido en tres instituciones: el Banco de la Nación, el Banco Agropecuario y el Banco de Desarrollo del Perú (Cofide).

Para fines del 2016 el sector financiero tenía activos por 436,948 millones de soles (cuadro 1.4). De ellos, el 81.39% correspondía a empresas bancarias, en tanto que a las empresas financieras y a las instituciones microfinancieras

**Cuadro 1.3. Perú: sistema financiero peruano, por tipo de empresa, 2008-2016**

| Tipo de empresa                             | 2008      | 2009      | 2010      | 2011      | 2012      | 2013      | 2014      | 2015      | 2016      |
|---|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>Bancarias</b>                            | 16        | 15        | 15        | 15        | 16        | 16        | 17        | 17        | 16        |
| <b>Financieras</b>                          | 3         | 6         | 10        | 10        | 11        | 12        | 12        | 11        | 11        |
| <b>Microfinancieras no bancarias</b>        | 36        | n. d.     | 33        | 34        | 33        | 31        | 32        | 32        | 28        |
| Cajas municipales                           | 13        | 13        | 13        | 13        | 13        | 13        | 12        | 12        | 12        |
| CRAC  | 10        | 10        | 10        | 11        | 10        | 9         | 9         | 9         | 6         |
| EDPYME                                      | 13        | 11        | 10        | 10        | 10        | 9         | 11        | 11        | 10        |
| <b>Empresas de arrendamiento financiero</b> | 5         | 4         | 2         | 2         | 2         | 2         | 2         | 2         | 2         |
| <b>Estatales</b>                            | 3         | 3         | 3         | 3         | 3         | 3         | 3         | 3         | 3         |
| <b>Total</b>                                | <b>63</b> | <b>62</b> | <b>63</b> | <b>64</b> | <b>65</b> | <b>64</b> | <b>66</b> | <b>65</b> | <b>60</b> |

Fuente: SBS.

**Cuadro 1.4. Perú: activos del sistema financiero, 2008-2016 (en millones de soles)**

| Tipo de empresa                             | 2008           | 2009           | 2010           | 2011           | 2012           | 2013           | 2014           | 2015           | 2016           |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Bancarias</b>                            | <b>147,694</b> | <b>144,223</b> | <b>179,638</b> | <b>193,056</b> | <b>224,158</b> | <b>261,317</b> | <b>289,482</b> | <b>358,820</b> | <b>355,666</b> |
| <b>Financieras</b>                          | <b>1,024</b>   | <b>3,969</b>   | <b>6,037</b>   | <b>7,735</b>   | <b>10,339</b>  | <b>12,004</b>  | <b>14,893</b>  | <b>11,127</b>  | <b>11,981</b>  |
| <b>Microfinancieras no bancarias</b>        | <b>9,797</b>   | <b>11,543</b>  | <b>14,337</b>  | <b>16,334</b>  | <b>18,705</b>  | <b>19,957</b>  | <b>20,944</b>  | <b>21,749</b>  | <b>24,613</b>  |
| Cajas municipales                           | 7,107          | 8,711          | 10,902         | 12,389         | 14,548         | 16,363         | 17,106         | 18,993         | 21,441         |
| CRAC  | 1,384          | 1,804          | 2,282          | 2,682          | 2,936          | 2,394          | 2,282          | 639            | 1,369          |
| EDPYME                                      | 1,306          | 1,028          | 1,153          | 1,263          | 1,221          | 1,200          | 1,557          | 2,117          | 1,803          |
| <b>Empresas de arrendamiento financiero</b> | <b>1,645</b>   | <b>709</b>     | <b>132</b>     | <b>396</b>     | <b>452</b>     | <b>586</b>     | <b>587</b>     | <b>542</b>     | <b>409</b>     |
| <b>Banca estatal</b>                        | <b>24,486</b>  | <b>25,363</b>  | <b>26,660</b>  | <b>28,576</b>  | <b>31,482</b>  | <b>36,006</b>  | <b>39,914</b>  | <b>45,448</b>  | <b>44,316</b>  |
| Cofide                                      | 4,972          | 4,851          | 5,160          | 5,407          | 6,864          | 8,044          | 9,715          | 13,545         | 13,437         |
| Banco de la Nación                          | 19,201         | 20,199         | 21,165         | 22,648         | 24,179         | 27,020         | 28,284         | 29,550         | 28,500         |
| Banco Agropecuario                          | 313            | 313            | 335            | 321            | 439            | 942            | 1,915          | 2,353          | 2,379          |
| <b>Total</b>                                | <b>184,646</b> | <b>185,807</b> | <b>226,804</b> | <b>245,897</b> | <b>285,136</b> | <b>329,870</b> | <b>365,820</b> | <b>437,687</b> | <b>436,984</b> |

Fuente: SBS.

no bancarias correspondía el 2.74% y el 5.63%, respectivamente; a las empresas de arrendamiento financiero el 0.1% y a la banca estatal el 10.14%. Entre 2008 y 2016 los activos totales crecieron el 236.66%.

## 2.2. Operaciones

Según la SBS (2017), las operaciones financieras se concentraban en la banca múltiple, las financieras y las microfinancieras.

### 2.2.1. Banca múltiple

A diciembre del 2016 la banca múltiple registraba depósitos por 220,587 millones de soles, con una cartera en soles del 57% y en dólares del 43%. Los depósitos en ambas monedas experimentaron un crecimiento sostenido en el periodo analizado; sin embargo, los depósitos en moneda extranjera tendieron a reducirse desde marzo del 2016 (figura 1.7).

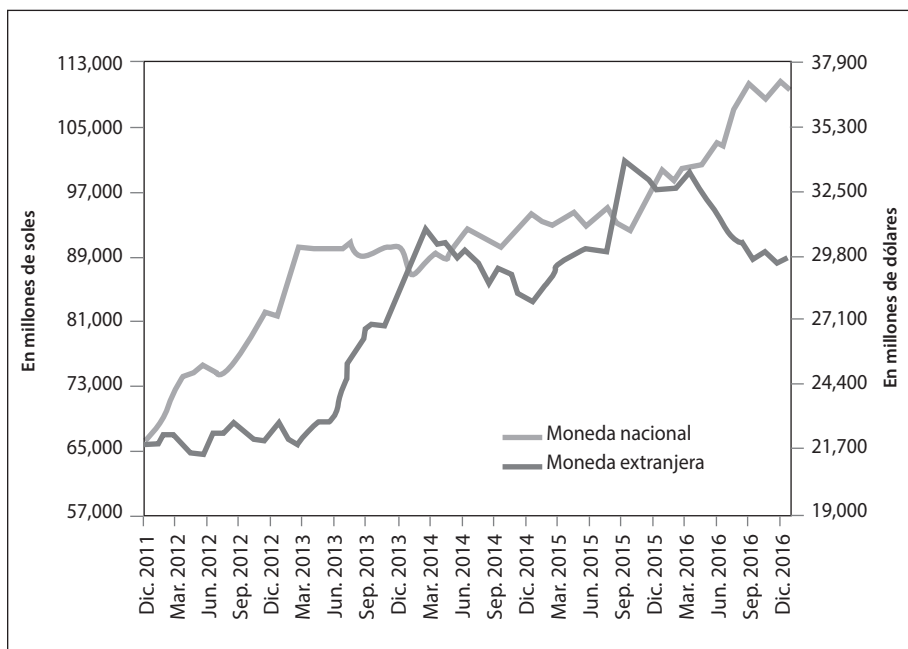


Figura 1.7. Perú: depósitos en la banca múltiple, por tipo de moneda, diciembre del 2011-diciembre del 2016

Fuente: SBS, 2017.

El saldo de créditos directos reportado a fines del 2016 era de 235,371 millones de soles, con una cartera en soles del 68% y en dólares del 32% (figura 1.8). Además, durante el periodo analizado ha habido una desdolarización de los créditos.

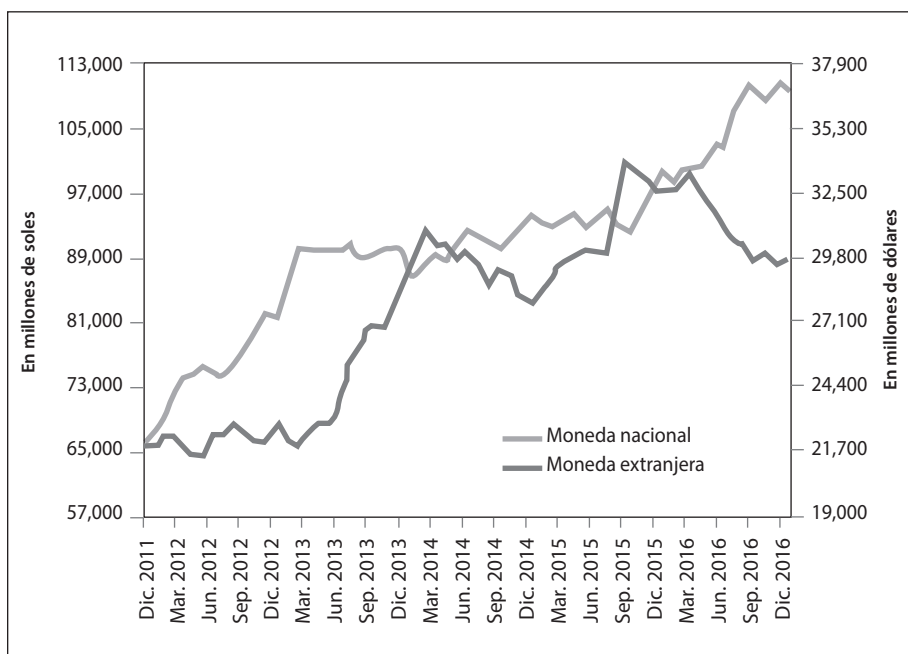


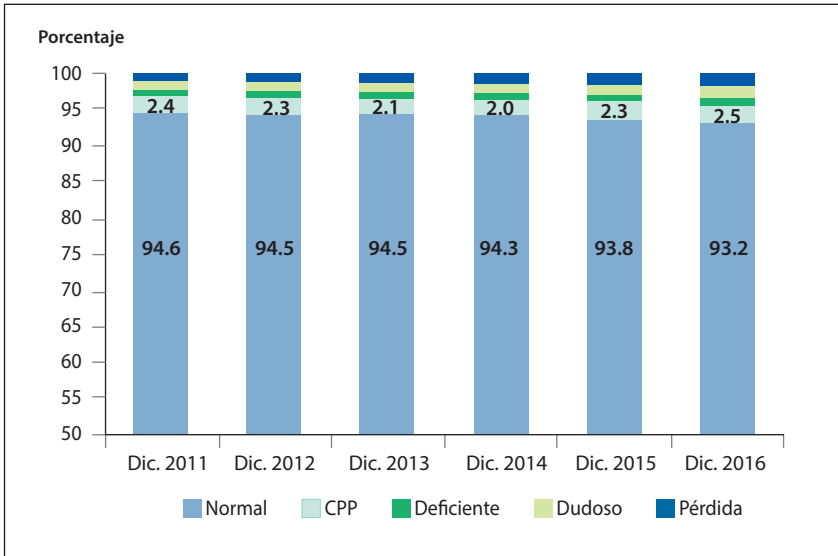
Figura 1.8. Perú: créditos directos de la banca múltiple, por tipo de moneda, diciembre del 2011-diciembre del 2016

Fuente: SBS, 2017, p. 8.

A diciembre del 2016, los deudores clasificados como normales representaban el 93.2% del total (menos que el 94.1% del 2008), y el 2.50% tenían clasificación «Con problema potencial» (CPP), menos que el 3.17% del 2008. Por otro lado, la «cartera pesada» (categorías Deficiente, Dudoso y Pérdida) era del 4.88%, mayor al 2.69% del 2008 (figura 1.9).

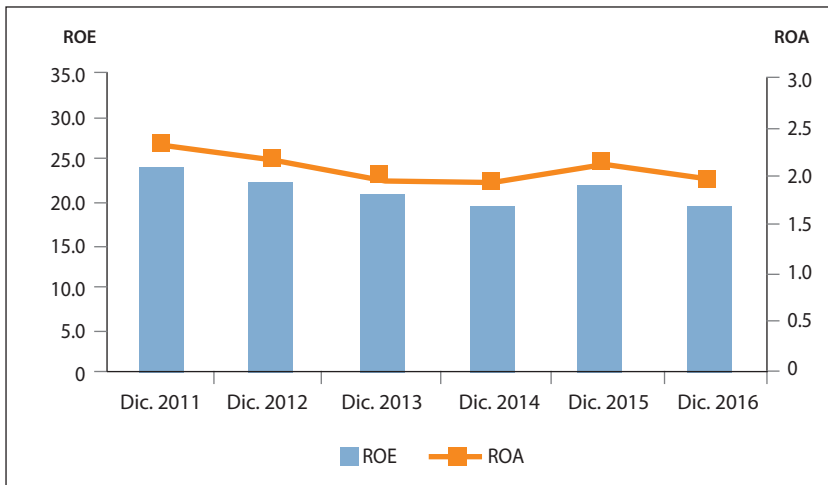
El rendimiento financiero (ROE por la sigla de Return on Equity) de la banca múltiple a diciembre del 2016 era del 19.86%, menor al 31.06% del 2008. El rendimiento sobre los activos (ROA por la sigla de Return on Assets) se redujo del 2.56% en el 2008 al 1.96% en el 2016 (figura 1.10). Ambos indicadores disminuyeron.





**Figura 1.9.** Perú: calificación de créditos directos y contingentes de la banca múltiple por categoría de riesgo del deudor, diciembre del 2011-diciembre del 2016

Fuente: SBS, 2017, p. 13.



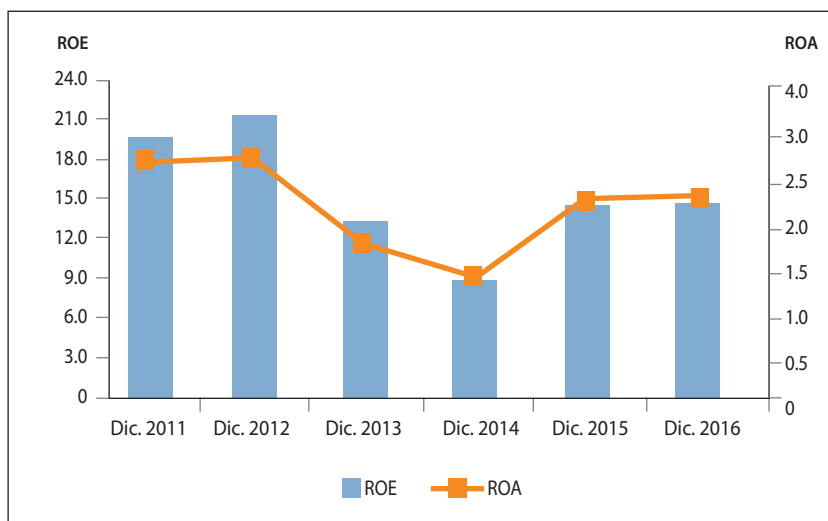
**Figura 1.10.** Perú: rendimiento patrimonial y sobre los activos de la banca múltiple, diciembre del 2011-diciembre del 2016 (porcentaje)

Fuente: SBS, 2017, p 15.

### 2.2.2. Financieras

A diciembre del 2016, las empresas financieras registraban depósitos por 5,553 millones de soles, el 94% de los cuales eran en soles. En el 2008 el monto solo bordeaba los 2,000 millones de soles. Además, el saldo de créditos directos reportado era de 10,045 millones de soles, cifra que duplicaba al saldo a diciembre del 2008, lo que confirma su crecimiento. En ese momento, el ratio de morosidad era del 5.53%, mayor al 2.5% del 2008.

En igual fecha, el ROE de las financieras era del 14.87%, mientras que en el 2008 era del 24%. Por su parte, el ROA era del 2.63% a diciembre, un poco inferior al del 2008 (figura 1.11).



*Figura 1.11. Perú: rendimiento patrimonial y de los activos de las empresas financieras, diciembre del 2011-diciembre del 2016 (porcentaje)*

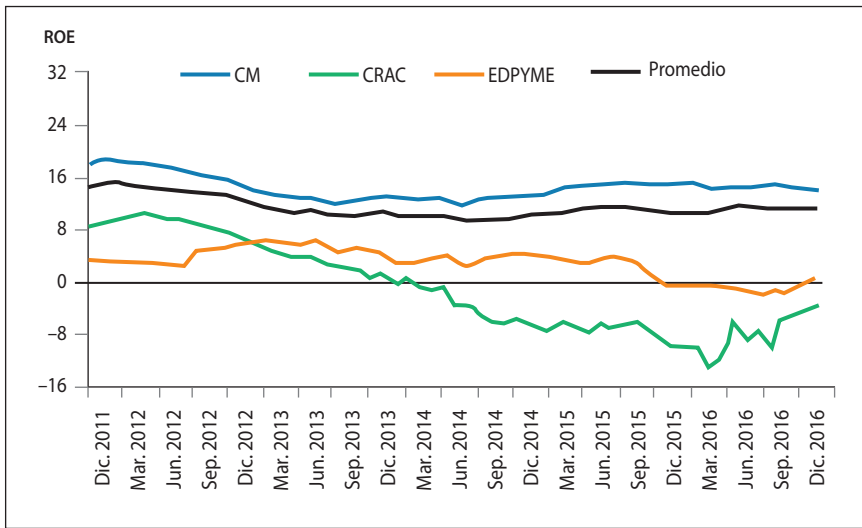
Fuente: SBS, 2017, p 18.

### 2.2.3. Microfinancieras

A diciembre del 2016, las microfinancieras registraron depósitos por 17,373 millones de soles; el 96.4% en las cajas municipales y el 3.6% en las CRAC. Este monto era más del triple del registrado en el 2008: 5,107 millones de soles.

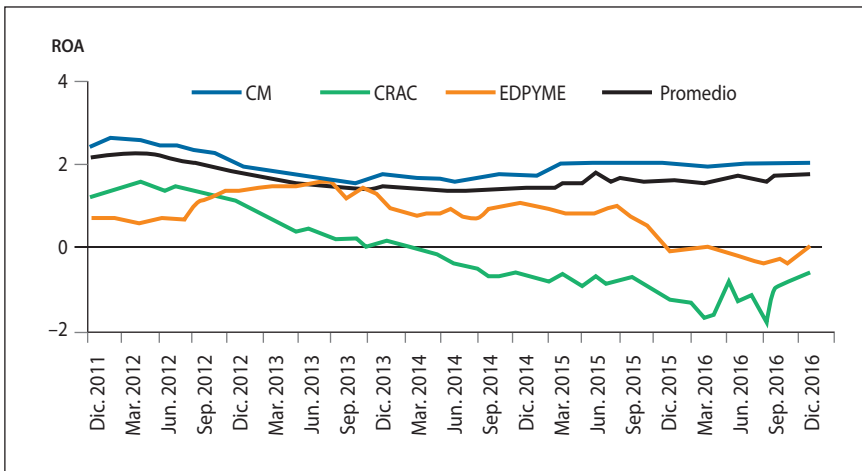
El saldo de créditos directos reportado en esa fecha era de 19,827 millones de soles, más del doble del 2008. Del total, las cajas municipales representaron el 86.6%, las EDPYMES, el 8.0% y las CRAC, el 5.4%. El ratio de morosidad de las microfinancieras era del 5.3%, mayor al 3.9% del 2008.

El ROE de las microfinancieras era del 11,7%, cifra ligeramente menor a la del 2008. El ROA era del 1.7%, también menor al del 2008 (figuras 1.12 y 1.13).



**Figura 1.12. Perú: rendimiento patrimonial de las microfinancieras, diciembre del 2011-diciembre del 2016 (porcentaje)**

Fuente: SBS, 2017, p. 28.



**Figura 1.13. Perú: rendimiento sobre los activos de las microfinancieras, diciembre del 2011-diciembre del 2016 (porcentaje)**

Fuente: SBS, 2017, p. 28.

### 3. Los cuatro principales bancos peruanos

Dentro de la banca múltiple existe una notable concentración: los activos de los cuatro bancos principales (Banco de Crédito del Perú, BBVA Banco Continental, Scotiabank Perú e Interbank) representan el 83% del total, mientras que los otros 12 bancos solo llegan al 17% (cuadro 1.5). Además, no se han producido modificaciones importantes en esa estructura<sup>2</sup>.

**Cuadro 1.5. Perú: activos de las empresas de la banca múltiple, a diciembre del 2016**

| Banco                            | Activos<br>(millones de soles) |
|----------------------------------|--------------------------------|
| Banco de Crédito del Perú        | 118,410                        |
| Banco Continental                | 78,620                         |
| Scotiabank Perú                  | 55,452                         |
| Interbank                        | 42,573                         |
| Banco Interamericano de Finanzas | 12,523                         |
| Mibanco                          | 11,215                         |
| Banco Financiero                 | 9,041                          |
| Citibank                         | 6,945                          |
| Banco Santander Perú             | 5,067                          |
| Banco GNB Perú                   | 4,995                          |
| Banco Falabella Perú             | 4,984                          |
| Banco Ripley                     | 2,280                          |
| Banco de Comercio                | 1,768                          |
| Banco Cencosud                   | 736                            |
| Banco Azteca Perú                | 647                            |
| Banco ICBC                       | 410                            |
| <b>Total</b>                     | <b>355,666</b>                 |

Fuente: SBS, 2017.

A continuación, se hace una breve presentación de la situación financiera de las cuatro mayores entidades financieras de la banca múltiple del Perú.

2. El Banco Cencosud recién inició sus operaciones en el 2012, ese mismo año el banco GNB Perú, filial del GNB Sudameris, compró las operaciones en el país del Banco HSBC. El banco ICBC obtuvo la licencia de operación de la SBS en el 2013. En el 2015, Scotiabank compró la cartera de banca personal y comercial del Citibank.

### 3.1. Banco de Crédito del Perú

El BCP es un banco múltiple con participación en todos los segmentos. Es el banco líder del sistema financiero peruano con el 33.2% de los créditos directos y el 31.5% de los depósitos. Su principal accionista es Credicorp que posee el 97.68% del accionariado. De acuerdo con el informe de Apoyo & Asociados (Apoyo, 2017a)<sup>3</sup>, a junio del 2017 su calificación era A+.

Es una institución solvente con una cartera de activos de alta calidad, lo que le permite cubrir sus obligaciones futuras de corto y de largo plazo. La entidad evoluciona financieramente de forma estable y fortalece su estructura de capital mediante la diversificación de sus fuentes de fondos. Otra muestra de solidez es su capacidad de adaptación ante los cambios en el mercado, como desaceleración económica y mayores exigencias.

En cuanto a la gestión de riesgos, mantiene una política de créditos conservadora que emplea herramientas de gestión y aprobación acordes con esta premisa. Divide sus actividades en Tesorería Minorista y Mayorista (Corporativa y Empresarial). A diciembre del 2016, el indicador de cartera pesada era del 4.0%, inferior al del sistema financiero que era del 4.3%.

La mayor fuente de financiamiento del banco son los depósitos. La liquidez del mercado nacional y el acceso al mercado exterior benefician al banco. La política de capitalización de utilidades se alinea con las expectativas de crecimiento de la economía, lo que ha permitido que el ratio de capital global sea superior al regulado por la SBS. Así, en diciembre del 2016 se elevó al 15.3%, superior al del sistema financiero que era del 15.0%. Se debe destacar que el BCP tiene como indicador de patrimonio común una calificación Tier 1, que debe oscilar entre el 10% y el 11%, lo que cumple con anticipación los requerimientos de Basilea III.

A diciembre del 2016, el ROE era del 22.7% y el ROA, del 2.2%. En ambos casos hubo una reducción durante el periodo analizado, considerando que el ROE y el ROA a diciembre del 2008 fueron del 32.6% y el 6.0%, respectivamente.

3. En este caso, como en los tres siguientes, se resumirán los elementos de la calificación de Apoyo & Asociados, clasificadora afiliada a FitchRatings, que evaluó los cuatro bancos.

Respecto al GC, el banco tiene una junta directiva compuesta por alrededor de 15 directores (elegidos por la asamblea de accionistas). Además, cuenta con un Comité Ejecutivo y con comités de Remuneraciones, de Auditoría y de Riesgos. Los equipos de auditoría rotan cada cinco años.

### **3.2. BBVA Continental**

El BBVA Continental ofrece servicios financieros de banco universal. A diciembre del 2016, era el segundo banco más grande del sistema financiero peruano con el 22.1% de los créditos directos y el 23.2% de los depósitos. De acuerdo con el informe de Apoyo & Asociados (2017b) su calificación es A+.

Es una institución solvente. Tiene una cartera de activos de alta calidad lo que le permite cubrir sus obligaciones futuras de corto y de largo plazo, como resultado de sus políticas de riesgo y estructura de capital. Otra muestra de solidez es su capacidad de adaptarse ante cambios en el mercado como la desaceleración económica y las mayores exigencias del BCRP.

En cuanto a la gestión de riesgos, mantiene una política de créditos moderada alineada con el Grupo BBVA. El banco maneja una rentabilidad ajustada al riesgo con límites para cada riesgo identificado. A diciembre del 2016, el indicador de cartera pesada era el 3.9%, inferior al 4.3% del sistema financiero.

La mayor fuente de financiamiento del banco son los depósitos (61% de los activos) con una concentración moderada. Asimismo, la liquidez del mercado nacional y el acceso al mercado exterior benefician al banco.

La política de capitalización de utilidades se alinea a las expectativas de crecimiento y a los desafíos de la economía, lo que ha permitido que el ratio de capital global sea superior al regulado por la SBS y esté acorde con los estándares internacionales. A diciembre del 2016 se elevó al 14.3%, mientras el del sistema financiero era del 15.0%. También posee un ratio Tier 1 levemente superior al del sistema financiero. Apoyo & Asociados indica que el Grupo BBVA daría su apoyo al BBVA Continental en caso de requerirlo, ya que lo considera como subsidiaria clave en la región.

Por esa fecha, el ROE era del 20.2% y el ROA, del 1.7%. En ambos casos hubo una reducción durante el periodo analizado, ya que el ROE y el ROA eran a diciembre del 2008 del 32.4% y del 5.0%, respectivamente.

Acerca del GC, el banco cuenta con una junta directiva compuesta por nueve directores: cuatro del Grupo BBVA, incluyendo al gerente general, cuatro de Inversiones Breca y un independiente. Además, tiene comités de Remuneraciones, de Auditoría y de Cumplimiento (*compliance*). La auditora externa es Deloitte con equipos rotativos cada cinco años. Por otro lado, la División de Auditoría reporta directamente al Comité de Auditoría BBVA y al directorio. Por último, es el Grupo BBVA el que designa al director ejecutivo (CEO), al director de Finanzas (CFO) y al gerente de Riesgos.

### 3.3. Scotiabank Perú

Scotiabank Perú es un banco múltiple. A diciembre del 2016, era el tercer banco más grande del sistema financiero peruano con el 16.5% de los créditos directos y el 14.7% de los depósitos. Su buen desempeño se evidencia en la mejora de calidad de su balance y en la generación de utilidades. De acuerdo con el informe de Apoyo & Asociados (2017c) su calificación es A+.

En los últimos años ha tenido tasas de crecimiento elevadas impulsadas por sus inversiones, expansión de infraestructura y venta cruzada (*cross selling*). Su tasa anual de crecimiento en créditos directos fue del 4.5% frente al 3.9% del sistema financiero.

En cuanto a la gestión de riesgos, tiene un perfil de riesgo moderado alineado con el grupo al que pertenece el banco y los parámetros y las herramientas de evaluación que emplea su casa matriz. A diciembre del 2016, el indicador de cartera pesada era el 4.2%, inferior al 4.3% del sistema financiero.

La mayor fuente de financiamiento del banco son los depósitos del público (60.2% de los activos) con una concentración moderada. Asimismo, la liquidez del mercado nacional y el acceso al mercado exterior benefician al banco.

La política de capitalización de utilidades está alineada a las expectativas de crecimiento y a los desafíos de la economía, lo que ha permitido que el

ratio de capital global sea superior al regulado por la SBS y esté dentro de los estándares internacionales. Así, a diciembre del 2016, este ratio se elevó al 14.4%, inferior al del sistema financiero del 15.0%. Apoyo & Asociados indica que Scotiabank del Perú cuenta con un respaldo sólido de su accionista The Bank of Nova Scotia que tiene mejor clasificación que los bonos soberanos e inyecta fuertes montos de capital y transferencias operativas y de tecnología. Su casa matriz considera al banco como una subsidiaria importante dentro de la región.

Por esa fecha, el ROE era del 17.3% y el ROA, del 2.1%. En ambos casos hubo una reducción durante el periodo analizado, considerando que el ROE y el ROA fueron en diciembre del 2008 del 24.1% y del 6.2%, respectivamente.

Respecto al GC, el banco cuenta con una junta directiva compuesta por entre 7 y 15 directores (cuatro independientes y tres propuestos por su accionista principal). Además, tiene dos comités de directorio, uno de Auditoría y otro de Control de Riesgos. Los directores se reúnen una vez al mes. En agosto del 2016 la junta de accionistas anunció a los ocho integrantes del directorio para el siguiente año.

### **3.4. Interbank**

Interbank ofrece servicios comerciales orientados a personas. A diciembre del 2016, era el cuarto banco más grande del sistema financiero peruano con el 11.2% de los créditos directos y el 12.6% de los depósitos. De acuerdo con el informe de Apoyo & Asociados (2017d) su calificación es A.

En los últimos años ha tenido tasas de crecimiento elevadas impulsadas por la calidad de sus activos, la expansión y el fortalecimiento continuo de su estructura de capital y de fondeo. Registró una tasa anual de crecimiento del 4.6% en créditos directos, superior al 3.9% del sistema financiero.

La mayor fuente de financiamiento del banco son los depósitos (63.3% de los activos) con una concentración moderada. El crecimiento de los depósitos fue impulsado por el ahorro de personas naturales, lo que ha permitido una mayor diversificación y estabilidad al fondeo de la entidad.



La política de capitalización de utilidades está alineada a las expectativas de crecimiento y a los desafíos de la economía, lo que ha permitido que el ratio de capital global sea superior al regulado por la SBS y esté dentro de los estándares internacionales de Basilea III. A diciembre del 2016 el ratio se elevó al 15.9%, superior al del sistema financiero del 15.0%.

Por esa fecha, el ROE era del 22.6% y el ROA, del 2.1%. En ambos casos hubo una reducción durante el periodo analizado, tomando en cuenta que el ROE y el ROA fueron a diciembre del 2008 del 28.9% y del 7.5%, respectivamente.

Respecto al GC, el banco ha adoptado las medidas de la OCDE, los criterios para un Código Andino Económico y los principios de la SBS. Cuenta con una junta directiva compuesta por diez directores, ocho de los cuales son independientes, y está presidida por el principal accionista. Además, tiene un Comité de Buenas Prácticas de Gobierno Corporativo cuya función es aplicar y conservar altos estándares de GC e informar sobre este. La auditora externa es la filial peruana de Ernst & Young.

EN SUMA, EL ESCENARIO de análisis está constituido por una economía y un sector financiero en crecimiento y una estructura concentrada que hace que los cuatro principales bancos peruanos sean representativos del sistema.

# 2

---

## Marco teórico

Este capítulo expone el marco teórico que consiste en las investigaciones relevantes que tratan sobre temas relacionados al estudiado; las teorías económicas vinculadas, como las de la agencia, de los *stakeholders*, de dirección y de dependencia de recursos; y los principios de BGC.

### 1. Estado del arte

Muchas definiciones de GC indican los posibles conflictos de intereses entre agentes internos (gerentes, juntas directivas y accionistas mayoritarios) y externos (accionistas minoritarios y acreedores) de un banco. El conjunto de mecanismos internos y externos para equilibrar estos conflictos de intereses es lo que generalmente se conoce como GC.

El efecto que un conjunto de buenas prácticas de GC puede tener en la rentabilidad de un banco es una cuestión empírica, por ello, diferentes estudios han tratado de medir cuantitativamente el efecto del GC en la rentabilidad de un banco. A continuación se presentan, en orden cronológico, ocho investigaciones relacionadas con este tema, realizadas sobre bancos o bolsas de valores de distintos casos nacionales<sup>4</sup>.

4. Para el caso peruano no hay trabajos similares, solo Burneo y Lizarzaburu (2016) e Indacochea (2013) analizan el impacto del GC, pero bajo enfoques distintos a los aplicados en este estudio.

### 1.1. El caso de empresas industriales listadas en bolsa en Bélgica

El primer estudio (Renneboog, 1999) analizó la importancia de varios mecanismos internos y externos de GC como parte de la disciplina en la gestión de empresas de bajo rendimiento que listan en la Bolsa de Bruselas.

El autor comprueba que se toman medidas disciplinarias contra la gerencia cuando los rendimientos de las acciones son negativos y cuando la compañía genera pérdidas o realiza recortes sustanciales en los dividendos en los años previos a la reestructuración. También que las empresas con niveles de ROE y de flujos de efectivo por debajo del promedio de la industria están sujetas a un mayor control. Estas relaciones son mucho más sólidas para las empresas industriales y comerciales que cotizan en bolsa que para las entidades financieras.

Los mercados bursátiles belgas se caracterizan por tener pocas cotizaciones y un alto grado de concentración de la propiedad en manos de conglomerados (*holdings*) y familias. Además, el control se basa en estructuras de propiedad complejas y existe un mercado significativo para las acciones. Los resultados del estudio señalaron que hay poca relación entre las estructuras de propiedad y la disciplina de la alta dirección en las empresas industriales y comerciales. Sin embargo, la presencia de grandes accionistas industriales está relacionada con la alta rotación de la junta directiva cuando el rendimiento es bajo; mientras que no se encontraron evidencias de una función de monitoreo por parte de las instituciones financieras.

Además, observa que, aunque el alto apalancamiento también parece ser una causa de la salida de la gerencia con bajo rendimiento, no existe evidencia directa de que los tenedores de bonos o los bancos obliguen a la gerencia a renunciar.

Por otro lado, las entrevistas con directores independientes revelaron que el alto apalancamiento o la baja cobertura de intereses estimulan las acciones de los directores independientes y de los accionistas, en lugar de la intervención de los acreedores. De esta manera se hace evidente que el papel de los directores independientes es importante en el proceso disciplinario: una alta proporción de directores independientes conduce a una mayor rotación de la junta ejecutiva. Debido a que las empresas generalmente no

revelan la representación de los accionistas del consejo de administración, se utilizó el porcentaje de directores no independientes como variables representativas (*proxy*) para la independencia de la junta directiva; sin embargo, su estructura puede estar muy influenciada por la concentración de la propiedad. Además, se encontró mayor probabilidad de reemplazo del CEO cuando sus tareas y las del presidente (no ejecutivo) están separadas.

Finalmente, el estudio indica que las relaciones del GC en las instituciones financieras son mucho más débiles que en las compañías industriales. La composición y el apalancamiento de la junta tienen un impacto significativo en la reestructuración de la junta. Por último, a pesar de la presencia de un accionista mayoritario en la mayoría de las empresas belgas, se observa que los códigos de BGC no abarcan ninguna recomendación con respecto a la supervisión de los accionistas mayoritarios.

## **1.2. El caso de empresas que cotizan en bolsa en Noruega**

El segundo estudio (Bohren & Odegaard, 2001) aborda la teoría relevante y empírica relacionada con el GC en empresas noruegas que cotizan en bolsa para el periodo 1989-1997. El estudio indica que el GC es importante para el rendimiento económico, lo que atrae cada vez más la atención internacional de políticos, profesionales e investigadores académicos.

Los autores concluyen que su análisis contribuye a explicar la relación entre GC y desempeño de varias formas. Primero, no se limitan a una o dos variables de estructura de propiedad, sino que agregan otros mecanismos de GC específicos como determinantes del desempeño económico y financiero. Por ejemplo, perfil de los propietarios externos (inversionistas personales e institucionales), características del directorio (número de directores), diseño del accionariado (capital con voto frente a capital sin voto) y política financiera (estructura de capital y política de dividendos). Segundo, no asumen que los mecanismos de gobernanza son internamente independientes y que la causalidad va en la dirección de gobernanza a rendimiento, sino que expanden su modelo a un mecanismo de causalidad inversa.

Asimismo, indican que, a diferencia de las empresas estadounidenses, las empresas noruegas son más pequeñas y obedecen al derecho civil en lugar de al derecho consuetudinario, las adquisiciones hostiles no son

comunes, las empresas son importantes en el mercado, las compensaciones son menos frecuentes y las juntas directivas las encabeza el propietario en lugar de un gerente. Finalmente, los datos sobre la estructura de propiedad son más detallados y confiables.

La Bolsa de Oslo (OSE) es una bolsa europea bastante típica en términos de tamaño, liquidez, crecimiento e importancia relativa dentro de la economía mundial. La empresa promedio de la OSE tiene aproximadamente el doble de tamaño de una empresa que cotice en la National Association of Securities Dealers Automated Quotation (Nasdaq)<sup>5</sup> y aproximadamente una quinta parte de una empresa de la Bolsa de Nueva York (NYSE). Las empresas de la OSE tienen una baja concentración de propiedad según los estándares europeos, los propietarios extranjeros poseen aproximadamente un tercio de la capitalización de mercado agregada, los inversionistas financieros institucionales aumentan constantemente su participación, y la propiedad de los individuos (inversionistas personales) es pequeña y está disminuyendo.

Los autores prueban su investigación con regresiones de ecuaciones únicas; desde modelos univariados simples hasta un modelo completo multivariado que incluye todos los mecanismos de GC y variables de control de los datos obtenidos. Al estimar la ecuación de regresión multivariada completa encontraron que la relación entre la concentración de la propiedad y el rendimiento económico medida por la Q de Tobin (operacionalizada como valor de mercado para el valor contable de los activos) es inversa y muy significativa. Este resultado es su hallazgo más sólido, atípico en la literatura y cuestiona la hipótesis fundamental de la agencia de Berle y Means (1932) y de Jensen y Meckling (1976) que sostiene que los gerentes que no son monitoreados de cerca no cumplirán con su deber fiduciario.

En contraste, encontraron que el desempeño se correlaciona positivamente con tenencia de información privilegiada en casi cualquier nivel, que la propiedad directa genera más valor que la indirecta, y que tanto acciones sin voto como juntas más grandes reducen el valor de mercado. La característica de propiedad con mayor impacto en la Q promedio de la empresa

5. La Nasdaq es la segunda bolsa de valores automatizada y electrónica más grande de EUA. La primera es la NYSE, con más de 3800 compañías y corporaciones.

es la tenencia de información privilegiada, en la que una participación mayor del 1% aumenta el valor de la empresa en 1%, o en aproximadamente 20 millones de coronas noruegas (NOK). El correspondiente aumento en la propiedad directa frente a la indirecta tiene un efecto del 0.8%, y una concentración de la propiedad del 1% menor aumenta el valor de la empresa en el 0.4%. Asimismo, aumentar las acciones con derecho a voto en 1% eleva el valor de la empresa en 0.8%, y la empresa promedio será el 2% más valiosa si se retira un miembro de la junta. Si estos cambios no afectan el valor de la deuda, el impacto relativo en el valor del patrimonio será aproximadamente 2.5 veces mayor que los cambios relativos en el valor de la empresa.

Todo esto sugiere que el signo estimado y la significación estadística de una relación entre GC y desempeño son bastante sólidos para la elección de modelos de ecuación única. También refleja que cada mecanismo de gobernanza tiene un vínculo separado con el desempeño que no se ve compensado o impulsado por otros mecanismos.

### **1.3. El caso de bancos que cotizan en bolsa en Estados Unidos de América, 1986-1996**

El tercer estudio (Adams & Mehran, 2003) aborda la problemática del GC en bancos de EUA que cotizaban en bolsa en el periodo 1986-1996, es decir, en momentos previos a la crisis.

Los autores parten de la idea de que, a raíz de los escándalos corporativos, las prácticas de GC han recibido mayor atención. De esta manera, accionistas, acreedores, reguladores y académicos están examinando el proceso de toma de decisiones en corporaciones y otras organizaciones, y proponen cambios en las estructuras de gobierno para mejorar la rendición de cuentas y la eficiencia. Además, señalan que las instituciones financieras son muy diferentes a las empresas industriales no reguladas, por ejemplo las empresas manufactureras. Plantean la cuestión de si sus propuestas y reformas también pueden ser eficaces para mejorar la gobernanza de las instituciones financieras, en particular de los bancos. Indican que para evaluar las reformas de las estructuras de GC de los bancos es importante entender las prácticas actuales de gobierno, así como la forma en las cuales la gobernanza difiere entre los bancos y las empresas no reguladas.

Asimismo, investigan el efecto de la regulación en la banca antes del 2000, como los requisitos regulatorios y de supervisión a escala estatal y de contraloría. Se debe mencionar que muchos mecanismos externos de gobernanza típicos, como la amenaza de adquisiciones hostiles en la industria, están ausentes en el caso de las empresas financieras; por lo tanto, se centran en las estructuras de gobernanza interna y en la propiedad de los accionistas. También discuten los posibles beneficios y costos asociados con algunas variables de GC.

La muestra del estudio está compuesta por 35 empresas bancarias. Para estas se construyeron *proxys* de gobernabilidad relevantes en el ámbito de las leyes, la economía, la organización y la administración; pues argumentan que estas variables están correlacionadas con las prácticas de GC. Además, comparan las variables de su muestra con las de empresas manufactureras obtenidas de otros estudios.

Los hallazgos son:

- En cuanto a tamaño de la junta, las de los bancos tienen 18.2 miembros en promedio, frente a los 12.1 miembros de las manufactureras, y su porcentaje de directores externos es del 68.7% frente al 60.6% las manufactureras.
- Las juntas de las entidades financieras tienen en promedio más comités (4.9 en comparación con los 4.4 de las manufactureras) y se reúnen con mayor frecuencia (7.9 veces frente a 7.6 veces).
- Medida en porcentaje, la proporción del pago de la opción de compra de acciones de los directores ejecutivos al salario más las bonificaciones es menor en las entidades financieras (1.0 en comparación con 1.6 de las manufactureras).
- El porcentaje de tenencia directa de capital del CEO es menor para los directores ejecutivos de los bancos con el 2.3% frente al 2.9% de las fábricas; al igual que el valor de sus tenencias directas de acciones con 27.9 millones de dólares frente a 133.8 millones de dólares en el mismo orden.

Los resultados sobre el tamaño de la junta, el porcentaje de directores externos, la propiedad (porcentaje y valor de mercado) y la relación entre opciones sobre acciones y el salario más los bonos complementan los de

otros estudios que utilizan muestras diferentes. De ese modo, los resultados de las diferencias entre la gobernanza de las empresas bancarias y las manufactureras refuerzan el argumento de que las estructuras de GC pueden ser específicas de cada industria.

En conclusión, los resultados sugieren que para ser efectivas las reformas de GC deberían tener en cuenta las diferencias entre sectores.

#### **1.4. El caso de una empresa no financiera en Venezuela**

El cuarto estudio (Garay & González, 2008) analiza la relación entre el GC y el valor de una firma en Venezuela. Para ello, los autores construyeron un índice de gobierno corporativo (CGI) para las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Caracas que estuviera libre de autoselección y sesgo autoinformado. Como resultado se encontró que el valor medio del CGI está por debajo del promedio del mercado emergente en general, y por debajo del promedio de América Latina en particular. Débil entorno de protección al inversionista que hace de Venezuela un buen lugar para estudiar cómo las prácticas de GC afectan el valor de la empresa.

El estudio demostró que un aumento del 1% en el CGI da como resultado un aumento promedio del 11.3% en el pago de dividendos, del 9.9% en el precio en libros y del 2.7% en la Q de Tobin.

En el análisis de detalle del índice se encontró que los subíndices sobre ética y conflictos de interés, composición y desempeño de la junta directiva, y derechos de los accionistas explican gran parte de la diferencia transversal en la relación de pago. Por otro lado, el subíndice con respecto a la ética y los conflictos de intereses puede explicar gran parte de los resultados cuando el precio en libros y la Q de Tobin se usan como variables dependientes.

Los resultados contrastan con los obtenidos en estudios similares en EUA debido a las mayores variaciones en el CGI. Los hallazgos son consistentes con los modelos teóricos que relacionan las buenas prácticas de GC con una mayor confianza de los inversionistas y con el modelo de pago de dividendos de la agencia.



Los resultados obtenidos podrían servir para los responsables de la formulación de políticas en dos puntos: en primer lugar, los administradores en entornos de protección débil de los inversionistas podrían diferenciar sus empresas adoptando políticas corporativas para mejorar su estructura de gobierno; y, en segundo lugar, la medida empleada de prácticas de gobernanza brinda a los inversionistas una herramienta cuantitativa para evaluar mejor a las empresas venezolanas.

### 1.5. El caso de los bancos en Estados Unidos de América, 1990-2009

El quinto estudio (Niu, 2012) examina el efecto del GC sobre la rentabilidad utilizando una muestra de bancos de EUA durante el periodo 1990-2009. Se enfoca en la rentabilidad porque los bancos con mayor rentabilidad tienen menos probabilidades de experimentar problemas financieros en los próximos años. Por esta razón, los reguladores bancarios vigilan de cerca la rentabilidad y sus determinantes.

El autor utiliza dos medidas de GC. La primera es el índice G desarrollado por Gompers, Ishii y Metrick (2003), y la segunda es el índice E desarrollado por Bebchuk, Cohen y Ferrell (2009). Ambas medidas han sido ampliamente empleadas en la literatura de GC para medir su desempeño.

El rendimiento se mide utilizando el ROA y el ROE. Debido a que este tiende a persistir en el tiempo, se propone un modelo dinámico que controla una serie de características del banco, efectos fijos del año y efectos fijos del banco, que utiliza el estimador del método de momentos generalizados (GMM) desarrollado por Arellano y Bover (1995) y Blundell y Bond (1998)<sup>6</sup>.

Este estimador es capaz de producir resultados consistentes en presencia de variables dependientes rezagadas y regresores endógenos. Para controlar el impacto de la reciente crisis financiera sobre los determinantes del rendimiento del banco se divide el periodo total en dos subperiodos:

6. El GMM es una técnica econométrica de estimación de parámetros de una ecuación de regresión. Se recomienda su uso cuando hay indicios de endogeneidad de variables explicativas y si el número de momentos es mayor al número de parámetros a estimar.

precrisis (1990-2006) y crisis (2007-2009); y se estima el modelo por separado para cada uno de ellos.

En general, en el estudio no se encuentra evidencia de que el GC se relacione con la rentabilidad del banco. Este resultado se cumple con independencia de si se usan datos del periodo previo a la crisis. El resultado también es robusto para medidas alternativas de GC o de rentabilidad bancaria. Por el contrario, se encontraron pruebas sólidas de que la eficiencia de la operación y el riesgo crediticio afectan la rentabilidad del banco.

Para controlar el impacto de la crisis financiera sobre los determinantes de la rentabilidad del banco se estimó el modelo por separado para el periodo previo a la crisis y durante la crisis, tratando a todos los rezagos como endógenos. Los coeficientes de la variable dependiente rezagada son positivos y significativos en todas las regresiones, lo que indica la persistencia en la rentabilidad del banco y justifica el uso de un modelo dinámico.

El coeficiente en G-index o E-index no es significativo en ninguna de las regresiones. Esto indica que el GC no está relacionado con la rentabilidad del banco.

Los coeficientes en las variables de control son ampliamente consistentes con las expectativas. Así, los coeficientes de los depósitos son positivos y significativos en todas las regresiones, lo que expresa que los bancos que tienen mayor proporción de depósitos son más rentables. Esto es consistente con el hecho empírico de que las tasas de interés sobre los depósitos son generalmente más bajas que las de los fondos prestados.

Otros resultados son que los coeficientes de los ingresos no financieros son positivos y significativos en todas las regresiones, lo que indica que los bancos con una mayor proporción de ingresos no financieros son más rentables. Los coeficientes de la relación costo-ingreso son negativos y significativos en todas las regresiones, lo que significa que los bancos más eficientes son más rentables. Los coeficientes de provisión para pérdidas crediticias son negativos y significativos en todas las regresiones, lo que señala que los bancos con mayor riesgo crediticio (medido por la provisión para pérdidas crediticias) son menos rentables. Este resultado es esperado porque la provisión para pérdidas es un gasto que reduce los ingresos netos de un banco.

Todo ello permite concluir que no existe evidencia de que el GC esté relacionado con la rentabilidad del banco. Por el contrario, se encuentra fuerte evidencia acerca de que esta es mayor cuando los bancos poseen más eficiencia operativa y menor riesgo crediticio. Los resultados tienen una importante implicancia política ya que, en la medida en que los reguladores quieran mejorar la rentabilidad de los bancos, deberán presionarlos para que aumenten la eficiencia operativa y reduzcan el riesgo crediticio.

### 1.6. El caso de la banca en Etiopía

El sexto estudio (Getahun, 2013) tuvo como objetivo examinar empíricamente el impacto de los mecanismos de GC sobre el desempeño financiero corporativo de los bancos comerciales de Etiopía. Para lograr su objetivo, el autor obtuvo datos de variables que suponía tenían relación con el desempeño financiero y el GC. Para obtener información de las variables seleccionadas aplicó un método de investigación cuantitativo, la revisión de documentos bancarios y un cuestionario.

El estudio versó sobre los bancos comerciales con operaciones por más de ocho años, a excepción del Bank of Abyssinia, y tomó datos de seis años del Bank Lion; obtuvo así 70 observaciones. Para construir el modelo de regresión y seleccionar las variables de GC utilizó una matriz común para los bancos cuyas principales variables eran las características de la junta, las regulaciones, la estructura de propiedad y la influencia de los depositantes.

Por ello, el tamaño de la junta, su composición, la disponibilidad del comité de auditoría y las variables de propiedad de la junta se seleccionaron como *proxy* para determinar las características de la junta; y el requerimiento de capital, el requerimiento de reserva legal y la razón de liquidez se utilizaron como *proxy* de la regulación. Además, la estructura de propiedad se midió con el porcentaje total de accionistas con poder de voto; y la influencia de los depositantes en términos de la relación entre depósitos y activos. Finalmente, la variable dependiente es el rendimiento que se mide en términos del ROA.

Los resultados de la regresión muestran que existe una relación negativa pero no significativa entre la propiedad de la junta y el desempeño del banco. De acuerdo con este resultado, se rechaza la hipótesis de que la teoría

de la agencia y las partes interesadas tienen un impacto positivo significativo en el desempeño del banco. De igual forma, el tamaño del directorio tiene un impacto negativo pero no significativo en el ROA. En el caso de la composición del directorio, existe un impacto negativo y significativo de la proporción de directores independientes en el desempeño del banco, lo que no es congruente con la suposición de la teoría de la agencia, pero está acorde con el GC. Por otro lado, la existencia de un comité de auditoría en el directorio tiene un impacto positivo y significativo en el ROA.

Sobre el aspecto regulatorio, la *proxy* de la relación de suficiencia de capital, o Capital Adequacy Ratio (CAR), y el coeficiente de reserva tienen un impacto negativo y significativo en el desempeño de los bancos comerciales de Etiopía. Esto debido a que a mayor monto de capital se requiere menor apalancamiento, según la teoría de la solución de compromiso (*trade-off*) que señala el nivel óptimo de endeudamiento a partir de los costos y beneficios de este y que un menor apalancamiento resulta en una disminución de los ingresos. De igual modo, el impacto negativo de la reserva puede atribuirse a la no existencia de ingresos por intereses al limitar el fondo disponible para préstamos.

El resultado de la regresión también muestra el impacto positivo y significativo de la concentración de la propiedad en el desempeño de los bancos, lo que respalda la hipótesis de que la concentración genera incentivos para manejar el comportamiento oportunista de los gerentes; y rechaza la hipótesis de expropiación de accionistas minoritarios por parte de accionistas influyentes. Por último, el resultado muestra un impacto positivo y significativo de la relación depósitos/activos totales sobre el desempeño de los bancos. Este resultado respalda la hipótesis de la teoría de la agencia que sostiene que los depositantes pueden influenciar en el rendimiento de los bancos mediante el uso de mecanismos de mercado.

### 1.7. El caso de los bancos en los países islámicos

El séptimo estudio (Bukair & Rahman, 2015) examina la relación entre la estructura del consejo, la inversión de los accionistas, la contribución social y el rendimiento del banco en el sector bancario de los países islámicos. Para analizar esta relación se utilizó el modelo de mínimos cuadrados generalizados (Generalized Least Squares [GLS]) para una muestra de 40 bancos

islámicos de países del Consejo de Cooperación para los Estados Árabes del Golfo en el periodo 2008-2011.

El estudio encontró que tanto el tamaño como la composición del consejo tienen un efecto negativo en el rendimiento del banco. En cambio, la separación de las funciones del director ejecutivo y del presidente del consejo no tiene ningún efecto, mientras que la independencia del presidente posee un impacto positivo. Por el lado de las variables de control, el tamaño del banco impacta positivamente en el rendimiento, mientras que el apalancamiento tiene un impacto negativo.

Los autores indican que, si bien el modelo explica una parte significativa de la variación del rendimiento de los bancos, existen otros factores, considerados como ruido, que no se explican por la falta de datos. Factores adicionales del GC, como el nombramiento del consejo o la estructura de la propiedad, podrían considerarse en estudios futuros, también podría mejorarse el tamaño de la muestra.

Los resultados obtenidos sugieren que un banco islámico puede obtener mejores resultados si aumenta la efectividad del GC en el consejo directivo, por lo que cualquier decisión del consejo traerá consigo mayor confianza a los inversionistas. Esto indicaría que los responsables de diseñar las políticas deberían imponer nuevos mecanismos que impacten en la eficacia de los consejos directivos, sobre todo en el GC.

Es importante resaltar que actualmente cualquier error del consejo directivo es la principal razón de los colapsos financieros. En el caso específico de los bancos, muchos estudios han examinado la influencia de la eficacia del consejo directivo en el rendimiento de los bancos.

### **1.8. El caso de los bancos que cotizan en bolsa en la India**

El octavo estudio (Dhar & Bakshi, 2015) busca explicar la relación entre el GC y el desempeño de 34 bancos indios. Su análisis se basa en la regresión múltiple para explorar el impacto del GC en los indicadores de desempeño, en la perspectiva de enriquecer la investigación empírica y proporcionar una idea del papel del GC en el sector financiero.

Los autores emplean datos de bancos públicos y privados listados en bolsa. Las medidas del GC utilizadas son la proporción de directores independientes, la participación en la tenencia institucional, la proporción de accionistas con más de 10,000 acciones cada uno y la dualidad de presidente y de director gerente en un banco.

El resultado del estudio indica que la existencia de directores independientes no tiene relación significativa con ninguna variable que represente el rendimiento de los bancos analizados. Una posible explicación es que, en los bancos controlados por sus fundadores, los directores independientes son seleccionados por ellos por lo que no actúan con independencia. Ya que todos los bancos indios de la muestra están controlados por los fundadores, el papel del director asociado al fundador no agrega valor a las entidades bancarias.

Otro resultado es que la proporción de participación institucional tiene una relación significativa positiva con el ROE; sin embargo, no se observó una relación significativa con otras variables. Este hallazgo confirma que la presencia de los accionistas institucionales mejora la rentabilidad de los bancos.

Asimismo, la proporción de accionistas controladores y su participación accionaria no tienen un impacto significativo en el rendimiento de los bancos incluidos. Por lo tanto, es deseable una estructura de propiedad mixta para poner los objetivos de las partes en una plataforma común y ayudar a conciliarlos.

Además, la posición de dualidad de presidente y de director general en los bancos tiene un impacto positivo significativo en el ROA y en la CAR, y un efecto negativo en los activos netos no productivos. La proporción de accionistas controladores y su participación accionaria no tienen un impacto significativo en el rendimiento de los bancos estudiados.

Las variables utilizadas en esta investigación también pueden probarse en otros sectores para evaluar su influencia en la rentabilidad de la empresa en el contexto del mundo corporativo indio.

Los ocho estudios resumidos, entre otros que se citan en la bibliografía, permiten conocer resultados empíricos de la relación entre el GC y la rentabilidad de la empresa, útiles para el propósito buscado.

## 2. Enfoques teóricos relevantes

Para complementar el primer acercamiento al tema en estudio resulta conveniente revisar los enfoques teóricos que desarrollan cómo el GC puede afectar el comportamiento de la empresa y su rentabilidad.

Uno de los puntos en debate son las contradicciones sobre la naturaleza y el propósito de la empresa. Sobre este aspecto, la literatura muestra una amplia gama de teorías, con cuatro como las más utilizadas:

- La teoría de la agencia
- La teoría de los *stakeholders*
- La teoría de la dirección
- La teoría de dependencia de recursos

De acuerdo con las teorías de la agencia y de los *stakeholders*, el GC está asociado con el problema principal-agente o de la agencia. Ambas teorías señalan que el GC es un mecanismo diseñado para minimizar el conflicto entre los agentes del entorno económico. Para la teoría de dependencia de recursos, el GC es un mecanismo que hace interactuar a la empresa con los recursos de su entorno; por el contrario, la teoría de la dirección defiende el mecanismo del GC como medio para apoyar y asesorar a los gerentes de la organización.

Por lo tanto, para dar sentido a la presente investigación es necesario revisar los diferentes enfoques analíticos dominantes sobre el GC.

### 2.1. Teoría de la agencia

La teoría de la agencia tiene orígenes financieros y se desarrolló para abordar la relación conflictiva entre accionistas y gerentes en las grandes corporaciones. El problema subyacente del GC en este modelo se deriva de la relación que surge de la separación entre la propiedad beneficiaria

y la toma de decisiones ejecutivas. Es esta separación la que causa que el comportamiento de la empresa se desvíe del objetivo de maximización de beneficios.

Ello sucede porque los intereses y los objetivos del principal (los inversionistas) y del agente (los gerentes) difieren cuando existe separación entre propiedad y control. Al no ser los gerentes propietarios de la empresa, no se ven afectados por los costos totales ni reciben todos los beneficios de sus actos. Por tanto, a pesar de que los inversionistas se interesan por maximizar el valor para los accionistas, pueden tener otros objetivos: incrementar sus salarios, hacer crecer la participación de mercado o desarrollar proyectos particulares (Jensen & Meckling, 1976).

Por lo tanto, el problema de la agencia es un problema de información asimétrica; es decir, los gerentes están mejor informados sobre los usos alternativos óptimos para los fondos de los inversionistas. Como resultado, cuentan con derechos de control residual sustancial y discreción para asignar fondos a su elección. Puede haber límites a esta discreción especificados por contrato, pero los gerentes tienen la mayoría de los derechos de control residual que pueden conducir a problemas con la administración y con los accionistas (Fama & Jensen, 1983).

De acuerdo con la teoría de la agencia, gran parte del GC se relaciona con los límites a la discreción y a la responsabilidad de los gerentes. Por lo general, esta teoría toma la maximización de la riqueza del accionista como el estándar principal para evaluar el desempeño corporativo y cuestiona cómo la junta y los directores pueden promover el desempeño corporativo y la rentabilidad. El factor clave es la relación de agencia, que se define como un contrato bajo el cual una o más personas (el/los director/es) contratan a otra persona (el agente) para realizar alguna actividad, lo que implica delegar en el agente (Jensen & Meckling, 1976).

Según esta teoría, la necesidad central del GC es alinear el interés del agente y del principal y, luego, maximizar el interés de los accionistas. El propósito principal del GC debe ser proteger el interés de los accionistas, ya que los demás intereses pueden protegerse mediante la mano invisible del mercado.



La teoría de la agencia rechaza intervenciones externas y obligaciones adicionales impuestas a las empresas por el gobierno y las autoridades porque pueden distorsionar las operaciones de libre mercado. Considera que los acuerdos de gobierno existentes en una empresa son el resultado de un proceso de negociación celebrado libremente por personas internas y externas a la empresa. Así, esta teoría es un modelo económico racional que asume que los mercados de factores (capital, trabajo gerencial y control corporativo) son eficientes, y la autorregulación se respalda por mecanismos voluntarios, como un código de GC, que son más eficaces para incidir en el accionar de los gerentes.

El rechazo de intervenciones externas y de la dependencia de la regulación se basa en la premisa que sostiene que la principal fuente de financiamiento para las empresas es el capital, no la deuda: se espera que el capital social provenga de mercados que operan en forma eficiente en los que se supone que el capital fluye libremente a inversiones que ofrecen rendimientos más altos ajustados al riesgo (Friedman, 1970). En un mercado de capitales eficiente, los accionistas pueden transferir fácilmente su capital de una empresa mal gobernada a una bien gobernada; o una empresa mal gobernada puede ser adquirida por una empresa bien gobernada. Igual, los gerentes con bajo rendimiento pueden ser despedidos y reemplazados por un equipo eficiente, lo que permite mejorar su accionar (Friedman, 1970).

## 2.2. Teoría de los grupos de interés

La teoría de los *stakeholders* señala que la empresa no solo debe maximizar la riqueza de los accionistas, sino que debe servir a los intereses de un grupo más amplio que incluya a empleados, acreedores, proveedores, clientes y comunidades locales; es decir, todos aquellos que tienen relaciones de largo plazo con la empresa y, por lo tanto, pueden influir en su éxito (Freeman & Reed, 1983; Hummels, 1998). Como resultado, se ha impugnado que el énfasis exclusivo de la teoría de la agencia sobre los poderes y los derechos de los accionistas resulta en la negligencia ante otras partes interesadas legítimas (Blair, 1995).

A diferencia de otros modelos que alientan a las empresas a maximizar los intereses de los accionistas (definición de empresa clásica), en la teoría de los *stakeholders* el accionista busca incluir los intereses de las demás partes

que pueden verse afectados, directa o indirectamente, lo que repercute en los resultados de la empresa. En forma similar a la teoría anterior, señala que la separación de la propiedad y el control en las corporaciones públicas modernas crea un problema de gobernabilidad (Keasey, Thompson & Wright, 1997).

La teoría de los *stakeholders* señala que los problemas de la agencia pueden ser reducidos a través de un conjunto de contratos entre las diversas partes interesadas de la empresa, y que la empresa debe funcionar racionalmente en términos económicos para maximizar su riqueza. Asimismo, se rechaza el supuesto de que los accionistas y los gerentes son los únicos participantes importantes (Hill & Jones, 1992).

Además, si bien supone que los mercados pueden ser eficientes, también reconoce la existencia de ineficiencias del mercado en el corto y en el mediano plazo. Esto implica que pueden ser necesarias intervenciones externas ocasionales, como legislaciones estatutarias, para alcanzar el equilibrio que permita maximizar la riqueza social (Hill & Jones, 1992).

### 2.3. Teoría de la dirección

A diferencia de las teorías de la agencia y de los *stakeholders*, la teoría de la dirección (*stewardship theory*) considera a los gerentes como buenos administradores que actúan para el máximo beneficio de los accionistas: su concepto central es la confianza (Huse, 2007). Para esta teoría, el comportamiento del administrador favorece a la empresa y tiene una utilidad mayor que la autogestión. Además, el comportamiento del administrador no se apartará del interés de la empresa porque busca alcanzar los objetivos de esta.

Esta teoría propone que los gerentes son leales a la empresa y están interesados en obtener una rentabilidad alta. El principal motivo que los impulsa es maximizar las ganancias de la empresa y obtener los mejores rendimientos para los accionistas. Los gerentes se encuentran motivados por la necesidad de lograr y obtener satisfacción intrínseca mediante el desempeño exitoso de un trabajo desafiante, ejercer responsablemente sus funciones y autoridad, y con ello obtener el reconocimiento de sus pares y de sus superiores. Esto no lo hacen necesariamente por su propio interés financiero sino porque tienen una fuerte afiliación a la empresa.

De acuerdo con la teoría de la dirección, la función de una junta directiva es aconsejar y apoyar a la administración más que supervisarla, una visión opuesta a la teoría de la agencia. Según Smallman (2004), si se maximiza la riqueza de los accionistas, las utilidades del administrador también se maximizan. Según esta teoría, la junta directiva desempeña un papel de asesoramiento y apoyo en lugar de control de la gerencia.

Por lo tanto, la teoría de la dirección tiene una visión más relajada de la separación entre el papel del presidente y el del director general. Asimismo, apoya que exista una mayoría de directores ejecutivos especializados en lugar de directores independientes.

#### **2.4. Teoría de dependencia de recursos**

La proposición básica de la teoría de dependencia de recursos es el vínculo ambiental entre la empresa y su entorno: los directores se proponen conectar a la empresa con el ámbito en el que se ubican los recursos necesarios para su supervivencia. Por ello, describe el éxito empresarial como la capacidad de maximizar la riqueza al acceder a recursos escasos (Pfeffer, 1972). Con este propósito, las juntas corporativas contribuyen a que las empresas tengan acceso a recursos importantes que de otro modo estarían fuera de su alcance. Lo que significa que su función es constituir un mecanismo para reducir la incertidumbre ambiental en la empresa.

Los vínculos ambientales podrían disminuir los costos de transacción asociados con el entorno e incrementar el rendimiento de la empresa; así, las empresas que crean vínculos podrían mejorar su sostenibilidad y su rendimiento. Las juntas de directores se consideran elementos que aseguran los recursos necesarios como el conocimiento y el capital, y también reducen las asimetrías de información. La diversidad de los miembros del consejo corporativo es un elemento importante en esta teoría, ya que conduce a redes corporativas más amplias que permiten mejorar el rendimiento financiero.

De la revisión de estos cuatro enfoques se puede colegir que el tema del impacto del GC sobre el rendimiento se reduce a dos de ellos: las teorías de la agencia y de los *stakeholders*.

Analizándolas se puede establecer que:

- Los bancos se distinguen por tener características particulares que la teoría de la agencia no aborda. El principal supuesto utilizado por esta teoría es que los mercados son eficientes y no hay asimetrías de información. Sin embargo, los bancos por lo general están más expuestos a la asimetría de información entre gerentes y accionistas porque los gerentes pueden ocultar información con mayor facilidad.
- La teoría de la agencia rechaza las intervenciones externas y las obligaciones adicionales impuestas a las empresas por el gobierno y las autoridades porque pueden distorsionar las operaciones de libre mercado. Sin embargo, los bancos se caracterizan por estar supervisados por organismos estatales que regulan sus actividades.
- El tema principal de la teoría de la agencia, la competencia perfecta o la mano invisible, casi no existe en la industria bancaria. Los bancos están sujetos a numerosos sistemas y regulaciones preventivas, que son un elemento importante y crucial para garantizar una sólida y sana gobernanza bancaria. Para proteger la eficiencia de la industria bancaria la competencia está restringida por regulaciones dispuestas por los bancos centrales.
- Según Friedman (1970), la principal fuente de financiamiento para las empresas es el patrimonio, no la deuda. Asimismo, se espera que el capital social se obtenga principalmente de mercados de capitales operados con eficiencia. Esto no sucede en el caso de los bancos. La estructura de los bancos es bastante diferente a la de otras empresas debido a la alta tasa de crédito, ya que dependen en gran medida de la recepción de depósitos para movilizar fondos. Además, la suposición de la teoría de la agencia no es consistente con el sistema financiero del Perú, el cual no cuenta con un comportamiento de competencia perfecta ni de información simétrica entre todos los agentes.

Por tanto, los supuestos de la teoría de la agencia no concuerdan necesariamente con las características de la realidad a estudiar. Por esta razón, en el presente estudio, sin desconocer los otros aportes, se adopta la teoría de los *stakeholders*.

### 3. Principios de Buen Gobierno Corporativo

Por último, el marco conceptual considera los principios de BGC que se han adoptado tanto en el ámbito internacional como en el nacional.

#### 3.1. Principios de Gobierno Corporativo de la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos

Los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE «... ayudan a los legisladores a evaluar y mejorar el marco legislativo, reglamentario e institucional del gobierno corporativo, con el objetivo de favorecer la eficiencia económica, la estabilidad financiera y el crecimiento económico sostenible» (OCDE, 2016, p. 9). Estos principios son:

- I. Consolidación de la base para un marco eficaz de GC. Este principio promueve la equidad y la transparencia en los mercados, y la asignación eficiente de recursos.
- II. Derechos y tratamiento equitativo de los accionistas y funciones de propiedad claves. Este principio protege y facilita la actividad, derecho de los accionistas, y garantiza su trato equitativo sin distinguir entre minoritarios y extranjeros. Trata de evitar la violación de sus derechos.
- III. Inversores institucionales, mercados de valores y otros intermediarios. Este principio proporciona incentivos sólidos en toda la cadena de inversión, facilitando que el mercado de valores contribuya al GC.
- IV. Papel de los actores interesados en el ámbito del GC. Este principio reconoce los derechos de los actores interesados que disponga el ordenamiento jurídico o se establezcan de mutuo acuerdo; y fomenta la cooperación activa entre ellos y la sociedad con miras a la creación de empleo y de riqueza y a la sostenibilidad financiera de las empresas.
- V. Divulgación de información y transparencia. Este principio garantiza la comunicación precisa y oportuna de todas las cuestiones relevantes empresariales, lo que incluye resultados, situación financiera, propiedad y órganos de gobierno.

VI. Responsabilidades del consejo de administración. Este principio garantiza la estrategia de la empresa, el control efectivo de la dirección por parte del consejo y la rendición de cuentas ante los accionistas y ante la empresa.

### 3.2. Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas

En el país, de acuerdo con la entidad reguladora, la SMV, la adopción de prácticas de BGC por parte de las empresas promueve un clima de respeto a los derechos de los accionistas y de los inversionistas en general. Igualmente, contribuye a generar valor, eficiencia y solidez en las empresas y en el mercado; lo que resulta en una mejor administración de los riesgos a los que se encuentran expuestas. Por otro lado, facilita el acceso al mercado de capitales, influye en la reducción del costo del capital y facilita el acceso a fuentes de financiamiento y de inversión de largo plazo.

Por su parte, los inversionistas, cada vez más, consideran la aplicación de prácticas de BGC como un factor relevante para mantener el valor real de sus inversiones en el largo plazo, en la medida en que pueden reducir y eliminar la información asimétrica entre quienes administran la empresa y los inversionistas. Con este fin se debe contar con un adecuado marco legal y con prácticas de supervisión eficientes que velen por la transparencia del mercado y garanticen la protección de los inversionistas.

Con este interés, el 2013, catorce instituciones y gremios empresariales representativos del mercado de valores y del sector empresarial del Perú, liderados por la SMV, aprobaron el Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas (SMV, 2013), que actualiza la versión inicial del 2002. Este código tiene como finalidad promover una verdadera cultura de BGC en el Perú para mejorar la percepción de las empresas por parte de los inversionistas, promover el desarrollo empresarial y contribuir a la generación de valor en la economía peruana. Este código tiene cinco pilares:

- I. Derechos de los accionistas
- II. Junta general de accionistas
- III. Directorio y alta gerencia
- IV. Riesgos y cumplimiento
- V. Transparencia de la información

Estos principios son una guía para las empresas, sobre todo para aquellas con valores inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores, de tal modo que su aplicación sirva para la autodeterminación y la autorregulación que promueven una cultura de buenas prácticas de gobierno, lo que contribuirá a posicionar a las empresas peruanas en los mercados de capitales nacionales y extranjeros.

Las empresas con valores inscritos en el Registro Público del Mercado de Valores tienen que difundir al público sus prácticas de BGC. La información que deben presentar está referida al ejercicio terminado el 31 de diciembre del año anterior al de su envío, y se remite como anexo de la memoria en los formularios electrónicos que la SMV proporciona:

- La Sección A incluye una carta de presentación de la empresa señalando los principales avances relacionados al GC alcanzados en el periodo.
- La Sección B indica el grado de cumplimiento de los principios del código. Para ello, el reporte se estructura con base en los cinco pilares mencionados. Cada principio se evalúa a partir de los siguientes parámetros:
  - Evaluación, cumplir o explicar: en la que se debe marcar con un aspa (X) el nivel de cumplimiento que la empresa alcanza, tomando en cuenta los siguientes criterios: Sí (cumple totalmente el principio), o No (no cumple el principio). En caso de haberse marcado No se deben explicar las razones por las que no se adoptó el principio o las acciones que permiten avanzar hacia su cumplimiento o adopción parcial. De considerarlo necesario, en el caso de marcar Sí la empresa puede informar respecto al cumplimiento del principio.
  - Información de sustento: es el detalle de cómo la empresa puso en práctica el principio.
- En la Sección C se indican los documentos de la empresa en los que se desarrollan los principios evaluados.
- En la Sección D se coloca información adicional y relevante que de manera libre la empresa decide publicar para mostrar transparencia a los inversionistas y a las otras partes interesadas.

Tanto los principios de la OCDE como el Código de Buen Gobierno Corporativo para Sociedades Peruanas reconocen prácticas que se deben sumar a las obligaciones emanadas de las normas vigentes.

DENTRO DE ESTE MARCO conceptual se realizará una aproximación empírica a la relación entre GC y rentabilidad de la empresa para el caso peruano.



# 3

---

## Aspectos metodológicos

Establecidos los marcos contextual y teórico respecto a los cuales debe emprenderse el examen del tema, se expondrá brevemente el procedimiento metodológico seguido para el desarrollo del estudio, tanto en lo relativo al modelo de investigación como al procedimiento de recolección y análisis de la información.

### 1. Diseño del modelo de investigación

El modelo lo forman las hipótesis, la variable dependiente y los indicadores que se exponen a continuación.

#### 1.1. Hipótesis de trabajo

El GC puede aplicarse mediante mecanismos internos o externos a la compañía (Gillian, 2006). La gerencia y el consejo de administración actúan como instrumentos internos de GC y como mecanismos externos lo hacen el mercado y la regulación (Getahun, 2013).

En este estudio se analiza principalmente la relación entre los mecanismos internos del GC y la rentabilidad de los bancos. Las hipótesis que se plantean son seis:

- Hipótesis 1: Existe una relación positiva y significativa entre el tamaño del consejo de administración y la rentabilidad de los bancos.
- Hipótesis 2: Existe una relación positiva y significativa entre el número de consejeros independientes y la rentabilidad de los bancos.
- Hipótesis 3: Existe una relación positiva y significativa entre el número de mujeres dentro del consejo de administración y la rentabilidad de los bancos.
- Hipótesis 4: Existe una relación positiva y significativa entre el total de acciones con derecho a voto y la rentabilidad de los bancos.
- Hipótesis 5: Existe una relación positiva y significativa entre la realización de evaluaciones de desempeño al directorio y la rentabilidad de los bancos.
- Hipótesis 6: Existe una relación positiva y significativa entre si el banco cuenta con información actualizada sobre las acciones y la rentabilidad de los bancos.

## 1.2. Variables de gobierno corporativo

El modelo considera variables de GC, de rentabilidad, de control y macro-económicas, y de la relación entre GC y rentabilidad.

La selección de las variables de GC se basó en la revisión bibliográfica y en la disponibilidad de información: tamaño del consejo de administración, presencia de consejeros independientes, presencia de mujeres en los consejos de administración, total de acciones con derecho a voto, evaluaciones de desempeño al directorio e información actualizada de las acciones.

No se consideraron otras variables como si el banco contaba o no con comité de auditoría, el trato igualitario a los accionistas o la entrega de información oportuna a estos, entre otras, debido a que en algunos casos no se disponía de información completa para todos los años o no se encontró evidencia estadística a favor de estas variables.

Además, por el criterio de parsimonia que indica que lo recomendable es mantener una regresión lo más simple que sea posible (Gujarati, 2004): si se puede explicar el comportamiento de la variable dependiente con

dos o tres variables, y la teoría no es tan rigurosa como para incluir otras variables, no será necesario hacerlo.

### **Tamaño del consejo de administración**

El tamaño del consejo de administración se mide por el número de directores que lo forman y es una de las variables más utilizadas en el estudio del GC. No obstante, no existe un consenso claro en la literatura. Así, algunos autores sostienen que es ventajoso contar con consejos grandes (Kiel & Nicholson, 2003), mientras que otros plantean que la interpretación es poco clara (Bennedsen, Kongsted & Nielsen, 2008).

Entre quienes se inclinan por los consejos grandes se puede citar a Van den Berghe y Levrau (2004), quienes concluyeron que existe una relación positiva entre el número de directores y los resultados alcanzados, toda vez que un consejo de administración amplio se nutre de los mayores conocimientos, habilidades y experiencias de sus miembros, además de reducir el poder del gerente general (Forbes & Miliken, 1999). Por ello, indican que aumentar el número de directores incrementa la eficiencia del consejo de administración y, por tanto, consejos más amplios deberían tener mayores conocimientos y habilidades. En la misma línea, aumentar el tamaño del consejo de administración mejora la representatividad de los *stakeholders*, por lo que no habría decisiones que aprobara solo un individuo o una minoría (Ghayad, 2008).

Sin embargo, existen argumentos en contra. Estos señalan los problemas potenciales derivados del accionar de grandes grupos que podrían quitar dinamismo al proceso de toma de decisiones estratégicas (Goodstein, Gautam & Boeker, 1994). Tampoco se ha encontrado el impacto del tamaño del consejo de administración sobre la rentabilidad del banco (Juras & Hinson, 2008), aunque sí se ha establecido que a menor tamaño del consejo de administración mayor rentabilidad del banco (Adusei, 2011; Belkhir, 2009).

Esta variable se relaciona con el principio IV sobre riesgo y cumplimiento, tomando en cuenta que la medición se realiza a través de la pregunta sobre si el directorio aprueba una política de gestión integral de riesgos de acuerdo con su tamaño, al buscar promover una cultura de gestión de riesgos dentro de la sociedad desde la alta dirección hacia los colaboradores.

Sobre la base de los estudios citados se formula la primera hipótesis de investigación (H1):

Existe una relación positiva y significativa entre el tamaño del consejo de administración y la rentabilidad del banco.

### **Presencia de consejeros independientes**

Se califica como consejeros independientes a aquellos miembros del consejo de administración que no reciben un salario de este, ni gestionan diariamente la empresa, ni están relacionados con la plana gerencial o con los accionistas mayoritarios del banco, y reciben la mayor parte de sus ingresos de fuentes distintas al banco del que son consejeros, no tienen incentivos para controlar el interés de los accionistas dispersos ni la conducta de la plana gerencial.

De acuerdo con la SMV (2013), un director independiente es aquel seleccionado por su trayectoria profesional, honorabilidad, suficiencia e independencia económica y desvinculación de la sociedad, sus accionistas o directivos. Además, la SMV indica que tanto el director independiente como el directorio declaran su condición de independiente ante la sociedad, los accionistas y los demás directivos.

El número de directores independientes lo declara el mismo banco en las encuestas de la SMV, siguiendo la definición del Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas. Para medir el impacto de esta variable en la rentabilidad del banco se elaboró la razón de la división del número de consejeros independientes entre el número de integrantes del consejo de administración. Así se obtendría una mejor medida de la presencia de consejeros independientes.

Se es independiente en la medida en que no exista el temor a perder el ingreso que se obtiene por actuar como consejero. No obstante, es difícil extraer conclusiones seguras respecto a los efectos sobre el valor de una empresa derivados de la presencia de más o menos consejeros independientes en el consejo de administración (Hermalin & Weisbach, 2003). Asimismo, es importante considerar que estos consejeros serán más poderosos en una sociedad de capital abierto que en una controlada por un solo accionista o por un grupo de accionistas (Gutiérrez & Sáez, 2012); la

razón es que en las segundas el consejo estará dominado por una mayoría estable, por lo que el voto del consejero independiente casi nunca será decisivo. Por tanto, el accionista mayoritario tiene de hecho la facultad de designar, y remover, a los ejecutivos y a otros miembros del consejo de administración, para asegurarse de que las decisiones del consejo se tomen en su interés. Esto suele confundirse con el llamado interés de la empresa, que no necesariamente es el interés de los accionistas minoritarios.

Se han obtenido resultados mixtos con respecto a esta variable. You, Caves, Smith & Henry (1986) comprobaron que tener más consejeros independientes impactaba positivamente en la rentabilidad de la compañía. Ezzamel y Watson (1993) hallaron que la presencia de directores independientes se asociaba en forma positiva con la rentabilidad en una muestra de empresas británicas. Al-Saidi y Al-Shammari (2013) encontraron evidencia en contra.

Esta variable se relaciona con el principio III, del directorio y la alta gerencia, considerando que la medición se hace a través de la pregunta acerca de si el directorio lo forman personas con diferentes competencias y especialidades, ética, prestigio, disponibilidad, independencia económica y otras cualidades que se consideren relevantes para la sociedad con el fin de obtener pluralidad de opiniones y enfoques. Además, también las sociedades divulgan los nombres de los directores, su calidad de independientes, sus hojas de vida y declaraciones juradas de independencia.

Con estos elementos de referencia se formula la segunda hipótesis de investigación (H2):

Existe una relación positiva y significativa entre el número de consejeros independientes y la rentabilidad de los bancos.

### **Presencia de la mujer en el consejo de administración**

La medición del impacto de la presencia de mujeres como miembros de los consejos de administración en la rentabilidad del banco se analiza mediante la construcción de la razón del número de mujeres dentro del consejo entre su número total de integrantes. Los beneficios de la participación de la mujer en los consejos de administración, según ha establecido la

Organización Internacional del Trabajo (OIT), se relacionan con la mejora en la gestión empresarial, la mayor comprensión de las preferencias de los consumidores y, por consiguiente, con la toma de decisiones, lo que finalmente se traduce en un mayor rendimiento económico (OIT, 2015, p. iii).

De acuerdo con una investigación en EUA (Noland, Moran & Kotschwar, 2016), entre las empresas rentables se observó que el paso de no tener mujeres en el consejo de administración a que ellas sean el 30% aumentó el margen neto de ingresos en el 6%. Un estudio del Credit Suisse (Dawson, Kersley & Natella, 2013) muestra que las empresas con diversidad de género registraron mayores rendimientos en el mercado bursátil y mejores ratios de valoración. Así, el ROI alcanzó el 14%, casi el 3% superior al logrado por empresas sin mujeres líderes. Como resultado, el desempeño de una empresa mejora directa e indirectamente con la presencia de directoras mujeres.

Pero también se han obtenido otros resultados. Una muestra de 8,000 empresas de 16 países europeos (Jimeno & Redondo, 2008) permitió observar que aumentar la diversidad de género tiene un impacto negativo sobre la rentabilidad en aquellas empresas en las que el índice de diversidad es elevado. Pucheta y Sánchez (2013) indican que la presencia de mujeres en el consejo de administración no es estadísticamente significativa y, por lo tanto, no influye en la rentabilidad económica de las empresas del IBEX 35. En cambio, Erhardt, Werbel y Shrader (2003), en su análisis de las 127 empresas más grandes de EUA para el periodo 1993-1998, concluyen que la diversidad en el consejo de administración se asocia positivamente con los indicadores financieros y la rentabilidad de la empresa.

Esta variable se relaciona con el principio III, del directorio y la alta gerencia, considerando que la medición se realiza a través de la pregunta acerca de si el directorio lo forman personas con diferentes competencias y especialidades, con ética, prestigio, disponibilidad, independencia económica y otras cualidades que se consideren relevantes para la sociedad con el fin de obtener pluralidad de opiniones y enfoques.

Siguiendo estas consideraciones se formula la tercera hipótesis de investigación (H3):

Existe una relación positiva y significativa entre el número de mujeres dentro del consejo de administración y la rentabilidad de los bancos.

### **Total de acciones con derecho a voto**

No todas las acciones de las empresas tienen derecho a voto, por lo cual la medición trata de determinar cuál es la relación de este hecho con la rentabilidad. El indicador usado refiere si las acciones tienen o no derecho a voto, es decir, es dicotómico: 1 si todas las acciones tienen derecho a voto y 0 si no lo tienen.

En el Perú el derecho a voto se encuentra normado en la Ley General de Sociedades<sup>7</sup>. Bajo esta norma, las sociedades están facultadas a crear acciones sin derecho a voto, las cuales se compensan con un dividendo preferente. No obstante, si el estatuto social lo permite, las acciones sin derecho a voto pueden obtener este privilegio. Las acciones más atractivas para los inversionistas son las que protegen mejor sus derechos (Oviedo, 2001). Además, el mercado considera que el derecho a voto es la mejor forma de proteger los derechos de los accionistas.

Cai, Garner y Walkling (2009) indican que los votos de los accionistas están relacionados con la rentabilidad de la firma y el desempeño del directorio. Además, destacan que un componente importante del GC es la representación de los accionistas en el consejo directivo; sin embargo, son pocas las investigaciones que lo toman en cuenta.

Esta variable se relaciona con el principio I, derecho de los accionistas, considerando que la medición se realiza a través de las preguntas acerca de si la sociedad promueve la existencia de clases de acciones con derecho a voto, los mecanismos de ejercerlo, preferencias, diferenciación y delegación de votos.

Con estos elementos normativos y fácticos se formula la cuarta hipótesis de investigación (H4):

7. Ley 26887, del 5 de diciembre de 1997.

Existe una relación positiva y significativa entre el total de acciones con derecho a voto y la rentabilidad de los bancos.

### **Evaluación del desempeño del directorio**

La evaluación del desempeño del directorio es una práctica del GC para asegurar que ejecute sus funciones con eficacia y ayuda a analizar si este alcanza los objetivos planteados por el directorio. La medición busca encontrar la relación entre la rentabilidad y si se evalúa el desempeño del directorio dentro del banco. El indicador usado también es dicotómico: 1 si se evalúa o 0 si no se lo hace.

Un estudio de 46 compañías listadas en la Bolsa de Valores de Nairobi (Ongore, K'Obonyo, Ogutu & Bosir, 2015) encontró que existe una relación positiva entre la evaluación del desempeño del directorio y la rentabilidad de una firma.

Esta variable se relaciona con el principio III, del directorio y la alta gerencia, tomando en cuenta que la medición se realiza a través de la pregunta de si el directorio evalúa, al menos una vez al año, de manera objetiva su desempeño como órgano colegiado y el de sus miembros.

De acuerdo con estos criterios se formula la quinta hipótesis de investigación (H5):

Existe una relación positiva y significativa entre la realización de evaluaciones de desempeño al directorio y la rentabilidad de los bancos.

### **Información actualizada sobre las acciones**

La medición busca establecer la relación entre rentabilidad de los bancos y si estos cuentan con información actualizada sobre las acciones. El indicador usado es dicotómico: 1 si tienen información y 0 si no la tienen.

La evidencia indica resultados mixtos. Hermalin y Weisbach (2007) proponen que es probable que haya tanto costos como beneficios por ofrecer una mayor transparencia, lo que lleva a un nivel óptimo más allá del cual



aumentar la transparencia reduce las ganancias. Además, señalan que son los directores los que determinan el nivel de transparencia.

Esta variable se relaciona con los principios I, derecho de los accionistas; II, junta general de accionistas; III, del directorio y la alta gerencia; y IV, sobre riesgo y cumplimiento; y V, transparencia. Considerando que la medición se realiza a través de indicadores en el formulario de evaluación del GC.

Con estos criterios se formula la sexta hipótesis de investigación (H6):

Existe una relación positiva y significativa entre si el banco cuenta con información actualizada sobre las acciones y la rentabilidad de los bancos.

En los seis casos se pretende encontrar como resultados relaciones positivas entre las variables de GC y la rentabilidad (cuadro 3.1).

**Cuadro 3.1. Hipótesis de trabajo: resultado esperado entre las variables gobierno corporativo y rentabilidad del banco**

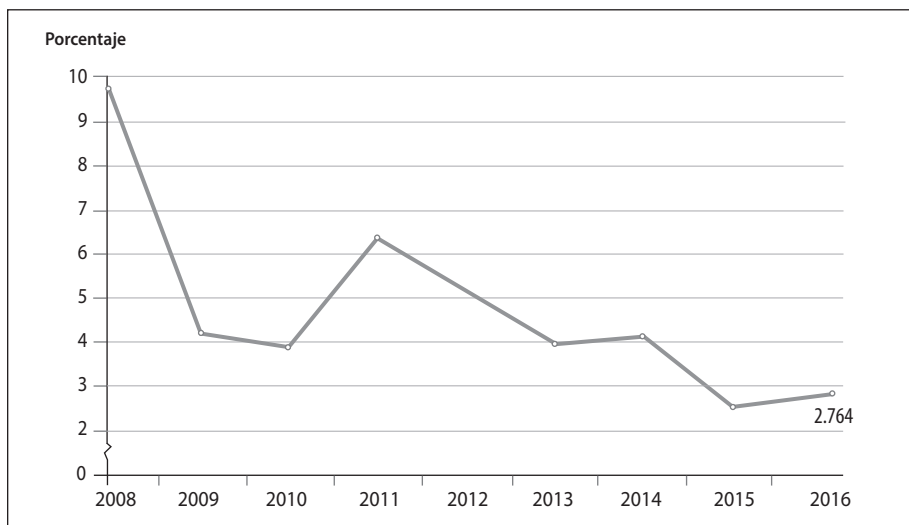
| Variable  | Relación esperada con la rentabilidad |
|---|---------------------------------------|
| Tamaño del consejo de administración              | Positiva                              |
| Número de mujeres en el consejo de administración | Positiva                              |
| Número de consejeros independientes               | Positiva                              |
| Total de acciones con derecho a voto              | Positiva                              |
| Evaluación del desempeño del directorio           | Positiva                              |
| Información actualizada sobre acciones            | Positiva                              |

Elaboración propia.

Es preciso mencionar que existen otras variables que podrían ser consideradas acerca de las cuales no se han elaborado hipótesis; por ejemplo, la velocidad de rotación (*turnover velocity*)<sup>8</sup> y la flotación (*floating*).

Según estadísticas del Banco Mundial, el *turnover velocity* del Perú se ha reducido del 9.72% en 2008 al 2.76% en el 2016 (figura 3.1). Por este motivo, esta variable no se ha considerado.

8. De acuerdo con el glosario de términos del BCRP, el *turnover* es la división del monto negociado entre la capitalización de mercado de un valor.



**Figura 3.1. Perú: turnover velocity, 2008-2016**

Fuente: Banco Mundial, Data Perú <<https://datos.bancomundial.org/pais/peru>>.

La otra variable no considerada es el *floating*<sup>9</sup>, medido a través de tres índices de Standard and Poor's (S&P) de valores de renta variable:

- S&P/BVL Peru General: la BVL, a partir de octubre del 2015, considera que es un índice de capitalización del *free float* porque se diseñó para ser el referente amplio del mercado peruano y reflejar la tendencia promedio de las principales cotizaciones de la bolsa<sup>10</sup>.
- S&P/BVL Peru Select: es otro índice de capitalización con mayores requerimientos de liquidez y de tamaño de capitalización que el *free float*, de tal forma que es representativo, amplio, invertible y replicable<sup>11</sup>.

9. De acuerdo con la BVL, el *free float* es la sumatoria de acciones en poder de comitentes con una participación menor o igual al 1% de las acciones en circulación de ese valor.
10. Para integrar parte de la cartera de este índice se requiere una negociación de nivel moderado que esté incluida en el ranking de valores que representa el 95% del mercado. Además, la acción deberá tener una capitalización de *free float* no menor a 10 millones de dólares estadounidenses.
11. Este índice incluye las acciones con una frecuencia del 80% en el periodo previo a la evaluación, una capitalización de *free float* no menor a 45 millones de dólares y un promedio diario de negociación igual o mayor a 100,000 dólares.

- S&P/BVL IBGC Index: es un índice de BGC que tiene como objetivo reflejar el comportamiento de los precios de las acciones de las empresas listadas que adoptan buenas prácticas de GC. En él, los pesos se obtienen a partir de la capitalización bursátil del *free float* de las acciones que lo componen.

La evolución de los índices de *free float* en el periodo de análisis ha sido positiva (figura 3.2).

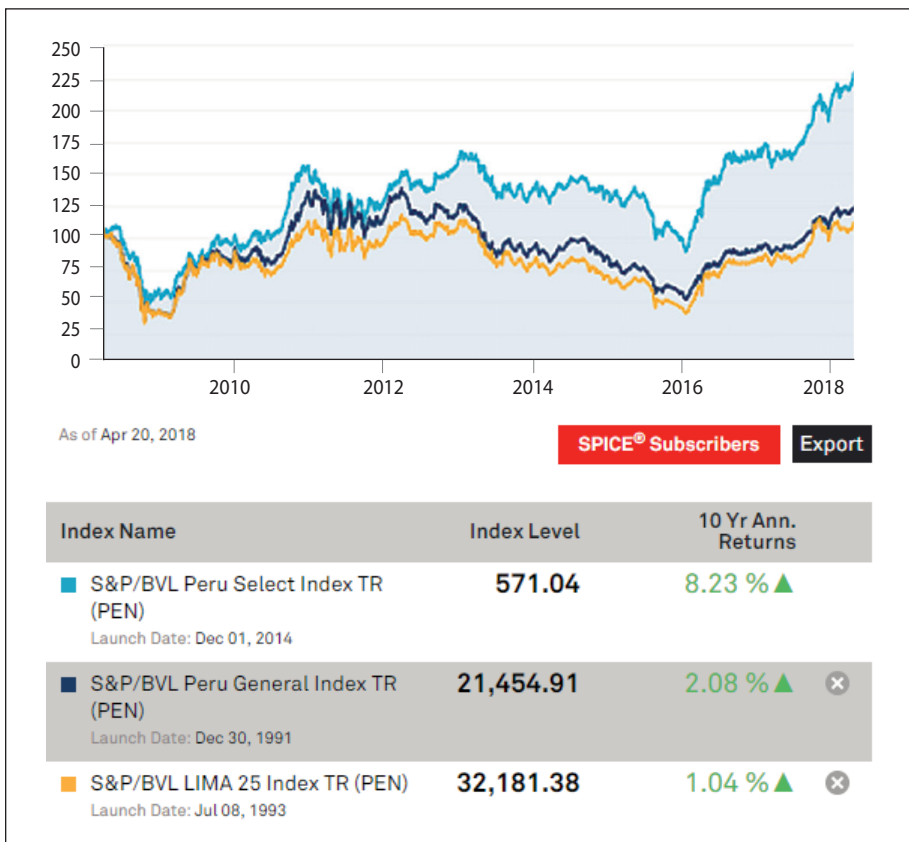


Figura 3.2. Perú: evolución de los índices de free floating, 2008-2018

Fuente: Latam.

La omisión de las variables velocidad de rotación y flotación en el análisis no afecta el resultado general.

### 1.3. Variables de rentabilidad

En términos generales, rentabilidad es el beneficio económico que una persona o una institución percibe por el capital invertido. Según Indacochea (1992) es una relación porcentual que indica cuánto se obtuvo a través del tiempo por cada unidad monetaria de recurso invertido. Mujica (2000) señala que es un indicador financiero que permite evaluar la capacidad de generar ingresos y el control efectivo de los costos.

La rentabilidad tradicionalmente se ha medido como la relación entre el beneficio obtenido en un periodo y el monto de capital invertido. No obstante, la rentabilidad de una empresa se puede analizar desde distintas perspectivas. Desde el punto de vista contable-económico mide la eficiencia del sistema productivo de una empresa (Sánchez, 2002) porque relaciona los resultados, antes de intereses, con el total de los capitales empleados, sin tener en cuenta la financiación u origen de estos, propio o ajeno. Desde el punto de vista financiero, en cambio, la rentabilidad es la tasa con la que se remuneran los fondos propios.

Por ello, los dos principales indicadores son el rendimiento financiero (ROE) y el rendimiento económico (ROA). El primero, mide el beneficio generado en relación con la inversión que realizan los propietarios de la empresa; y el segundo, el rendimiento que se obtiene de los activos de la empresa, la capacidad de estos de crear valor, con independencia de su fuente de financiación (Arimany, Sabata & Puigvi, 2013); lo que favorece la comparación entre rendimientos al no influir la estructura financiera de la empresa. Se calculan así:

- Rendimiento financiero (ROE) = Beneficio neto / Patrimonio neto
- Rendimiento económico (ROA) = Beneficio operativo / Activos

Como se observa, el beneficio que se utiliza no es el mismo, mientras en el ROE se emplea el beneficio neto que incorpora los gastos financieros por intereses de deudas; en el ROA se utiliza el beneficio operativo, que se diferencia del primero al no considerar el impacto del financiamiento. El no tomar en cuenta el financiamiento facilita la identificación de las causas por las cuales una empresa no es rentable, pudiendo ser por la propia actividad económica o por una mala política de financiamiento. Además, este

ratio permite distinguir entre las decisiones de la empresa y el impacto de acontecimientos exógenos. No obstante, esto puede no ser del todo aplicable a los bancos, toda vez que el beneficio operativo se ve afectado por el costo de la intermediación financiera como consecuencia de las opciones de financiamiento (Rodríguez, 2015).

Existe una relación entre el ROA y el ROE:

$$\text{ROE} = \text{ROA} + L * (\text{ROA} - i)$$

Donde:

|               |   |   |
|---------------|---|---|
| L             | = | Ratio de endeudamiento o <i>leverage</i> = Pasivo total / Patrimonio neto |
| i             | = | Costo financiero de la deuda  |
| L * (ROA - i) | = | Efecto apalancamiento   |
| ROE           | = | ROA + apalancamiento financiero   |

Si no hay deuda, L = 0 y el ROE es igual al ROA.

Para este estudio se utilizarán las variables ROA y ROE como *proxys* del rendimiento de los bancos. Estos ratios se consideran como las mejores herramientas para medir el rendimiento de un banco (Sinkey, 2002). Además, se han utilizado en otros estudios (Siddiqui, 2008; Sufian & Habibullah, 2010).

Estas variables se relacionan con los principios IV, sobre riesgo y cumplimiento, y V, transparencia de la información. Se considera que se está cumpliendo con comunicar los resultados de la situación financiera y que se está rindiendo cuentas ante la empresa y los accionistas.

#### 1.4. Variables de control y macroeconómicas

Para el modelo se toman en cuenta dos variables de control<sup>12</sup> relacionadas a los bancos, Se consideraron las variables utilizadas en la revisión bibliográfica (Bukair & Rahman, 2015; Getahun, 2013): tamaño del banco (el logaritmo natural del total de activos del banco) y endeudamiento (el ratio del total del pasivo entre el total de activos del banco).

12. Las variables de control son aquellas que permiten detectar otros posibles efectos sobre la rentabilidad de los bancos de la compañía o del país.

Además, se utilizaron en el modelo variables macroeconómicas (Abdullah, Parvez & Ayreen, 2014; Bukair & Rahman, 2015); estas son la producción (expresada por el PBI) y la inflación:

- El PBI es el indicador más empleado para medir el desempeño de la actividad económica de un país, en el sector financiero impulsa la oferta y la demanda de préstamos y depósitos (Sufian, 2011). Un incremento del PBI influencia la oferta y la demanda de servicios bancarios, por tanto, existiría una relación entre el PBI y la rentabilidad de los bancos.
- La inflación afecta los costos en general y los de los bancos en particular. También puede tener efectos directos sobre los salarios y efectos indirectos en la tasa de interés y el valor de los activos de un banco, lo cual impactaría en su rendimiento (Staikouras & Wood, 2003). El impacto de la inflación en un banco depende de si esta es anticipada o no (Perry, 1992).

### **1.5. Relación entre gobierno corporativo y rentabilidad**

Existen numerosas investigaciones vinculadas a la relación del GC y sus efectos en el valor, la gestión, el riesgo y la rentabilidad de las empresas no financieras; sin embargo, son escasas las referidas al sector bancario y mucho más las vinculadas a países emergentes. En estos estudios empíricos se muestra que la adopción de mejores prácticas de GC de acuerdo con las sugeridas por el mercado genera un mejor desempeño y mayor valor para los accionistas. Lo cual tiene sustento en la teoría de la agencia, dado que al disminuir los conflictos entre los agentes con un interés real en los bancos (accionistas, gerentes, depositantes, reguladores, etc.), creados por la existencia de información asimétrica, se reduce el riesgo crediticio, lo que torna más favorables las condiciones financieras.

En la lógica del mercado, los bancos con mejores prácticas de GC deberían ser premiados con menores costos de fondeo (depósitos, bonos o capital). Pero, no solo eso, sino que menores conflictos de interés pueden mejorar la eficiencia operativa al aumentar la utilidad o disminuir los activos, lo que incrementaría el ROA o el ROE.

Precisamente, uno de los principales mecanismos internos de GC es el consejo de administración el cual, además de la función de asesoramiento y

seguimiento, tiene por misión supervisar las decisiones relevantes tomadas por el comité directivo. Bajo este escenario es de esperar que empresas con un consejo de administración más independiente y activo tiendan a obtener mejores resultados y, en consecuencia, mayor creación de valor para los accionistas: el consejo decide y aprueba y el comité ejecuta (Tàpies, 2015). Por ello, algunos autores proponen reducir los costos de agencia a través de soluciones estructurales en el consejo de administración, materializadas en cambios en su composición, diversidad y dimensiones, entre otros aspectos.

Aun cuando es un reto probar de qué manera podrían reflejarse en la empresa los beneficios económicos de trabajar con base en mejores prácticas de GC (Deloitte, 2012), es claro también que mejores beneficios financieros no se hubieran obtenido sin contar con órganos de gobierno formales y eficientes para generar valor. En el sector bancario establecer prácticas de GC, y su desarrollo y supervisión, es de vital importancia para mantener la confianza en el sistema bancario.

«La desconfianza sobre la liquidez y la solvencia de un banco a partir de malas prácticas de GC puede generar un impacto directo sobre los depósitos y un alto riesgo de contagio hacia los demás bancos (efecto sistémico)» (Farinati, 2013, 44). De allí la creación de los seguros de depósitos y el papel de los bancos centrales como prestamista de última instancia; sin embargo, estos instrumentos no solo reducen el incentivo para que los depositantes vigilen a los bancos sino que inducen a los administradores de estas entidades a asumir mayores riesgos, dada la garantía concedida a los depositantes.

Otras características relacionadas con el GC y su efecto en el desempeño estudiadas tienen a la concentración y al tipo de propiedad entre las más recurrentes (Escobar, Benavides & Perafán, 2016). El efecto de la concentración de la propiedad en el desempeño tiene beneficios y costos. Puede ser positiva en el sentido que los accionistas mayoritarios se muestren más interesados por alcanzar buenos resultados para el banco o aumenten su supervisión; lo que mejoraría la toma de decisiones e iría en detrimento de los accionistas minoritarios. No obstante, como los bancos por su propia naturaleza mantienen elevados niveles de endeudamiento de largo plazo, esto puede llevar a que se reduzca la supervisión sobre los directivos de la entidad. Otro aspecto es la propiedad que mantiene el Estado en algunos

bancos, lo que puede generar conflictos de interés. Estudios anteriores muestran que los bancos públicos tienen un rendimiento inferior al de los bancos privados (Iannotta, Nocera & Sironi, 2007; Lin & Zhang, 2009), circunstancia que puede obedecer al tipo de proyectos y al plazo al cual se financian estas entidades.

Un estudio sobre Uganda encontró una relación positiva entre GC y desempeño financiero de los bancos (Rogers, 2008) con una muestra de bancos comerciales seleccionados. A escala internacional, una investigación empírica sobre el GC y el desempeño de las empresas (Filatotchev, Lien & Piesse, 2005) obtuvo resultados contradictorios sobre esta relación.

## **2. Recolección y análisis de la información**

Corresponde ahora presentar, brevemente, las características del universo de estudio, el tipo de datos, la fuente de información, el método de análisis de los datos y la metodología de datos de panel usados en la investigación.

### **2.1. Universo de estudio**

De acuerdo con la información de la SBS existen actualmente 16 empresas de banca múltiple en el Perú. Para el presente estudio se consideraron todas para el periodo de análisis del 2008 al 2016. Los bancos estudiados son:

- Banco de Crédito del Perú
- Banco Continental
- Scotiabank Perú
- Interbank
- Banco Interamericano de Finanzas
- MiBanco
- Banco Financiero
- Citibank
- Banco GNB
- Banco Santander Perú
- Banco Falabella Perú
- Banco Ripley
- Banco de Comercio



- Banco Cencosud
- Banco Azteca Perú
- ICBC (Industrial and Commercial Bank of China)

## 2.2. Tipo de datos

El estudio cuantitativo se analiza con la metodología de datos de panel debido a la información con la que se cuenta. Los datos de panel combinan cortes transversales (información de varios individuos en un momento dado) durante varios periodos de tiempo (Montero, 2011).

El recurrir a los datos de panel es tanto una ventaja como un inconveniente. Ventaja, porque se dispone de más datos y se puede hacer un seguimiento de cada individuo. Inconveniente, porque si todas las cualidades relevantes del individuo no son observables los errores individuales estarán correlacionados con las observaciones y los mínimos cuadrados ordinarios (MCO) serán inconsistentes.

Entre los principales beneficios de usar datos de panel está el que ayudan a obtener los atributos específicos de datos de corte transversal y las propiedades de los datos de series de tiempo, al mismo tiempo que ofrecen mayor grado de libertad, menor colinealidad y más eficiencia (Gujarati, 2004).

## 2.3. Fuente de información

El estudio empleó un diseño de investigación exploratoria que busca establecer si los mecanismos de GC mejoran o no la rentabilidad de los bancos comerciales peruanos. Se utilizó información del consejo de administración e indicadores de rentabilidad del periodo 2008-2016. El periodo de muestreo seleccionado contenía 134 observaciones de 16 bancos peruanos.

Se eligió este sector porque los bancos están obligados a revelar la información financiera a los reguladores de manera uniforme. Así, como parte de la recopilación de la información se usaron fuentes de información secundaria, entre ellas memorias anuales de los bancos y reportes de cumplimiento de principios de GC presentados a la SMV.

## 2.4. Método de análisis de los datos

Para probar la relación entre las variables de gobierno corporativo y el rendimiento de los bancos comerciales se utilizaron modelos de datos de panel, con el programa econométrico Stata 13. La estadística descriptiva muestra la tendencia de las variables del modelo para el periodo analizado.

Los modelos de datos de panel a analizar son los siguientes:

$$\begin{aligned} \text{roa\_num}_{it} = & \alpha + \beta_1 \text{tamaño\_consejo}_{it} + \beta_2 \text{rat\_muj}_{it} + \beta_3 \text{rat\_indep}_{it} + \beta_4 \text{tot\_} \\ & \text{acc\_dvoto}_{it} + \beta_5 \text{ev\_demp\_dir}_{it} + \beta_6 \text{inf\_acc}_{it} + \beta_7 \text{l\_act}_{it} + \beta_8 \text{endeudamiento}_{it} \\ & + \beta_9 \text{lpbi}_{it} + \beta_{10} \text{ipl}_{it} + \varepsilon \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{roe\_num}_{it} = & \alpha + \beta_1 \text{tamaño\_consejo}_{it} + \beta_2 \text{rat\_muj}_{it} + \beta_3 \text{rat\_indep}_{it} + \beta_4 \text{tot\_} \\ & \text{acc\_dvoto}_{it} + \beta_5 \text{ev\_demp\_dir}_{it} + \beta_6 \text{inf\_acc}_{it} + \beta_7 \text{l\_act}_{it} + \beta_8 \text{endeudamiento}_{it} \\ & + \beta_9 \text{lpbi}_{it} + \beta_{10} \text{ipl}_{it} + \varepsilon \end{aligned}$$

Además de las variables dependientes e independientes, el modelo incluyó las dos variables de control relacionadas con los bancos más empleadas: tamaño del banco (el logaritmo natural del total de activos del banco) y endeudamiento (ratio del total del pasivo entre el total de activos del banco) (Bukair & Rahman, 2015; Getahun, 2013) y las variables macroeconómicas ya mencionadas: producción medida por el PBI, e inflación medida por la variación del índice de precios al consumidor (IPC).

La definición de todas ellas se presenta en el cuadro 3.2.

## 2.5. Datos de panel

Los datos de panel permiten controlar variables no observables o medir factores culturales o diferencias en negocios entre individuos, o variables que cambian a través del tiempo pero no a través de individuos (Torres-Reyna, 2007).

Este método utiliza, entre otros, tres modelos: de datos agrupados (*pooled*), de efectos fijos y de efectos aleatorios.

El modelo *pooled*, el más simple, supone que no existen efectos fijos no aleatorios y que los coeficientes de las variables son invariables en el tiempo

**Cuadro 3.2. Modelo de investigación: definición de las variables**

| VARIABLE                                |                | DEFINICIÓN   | TIPO         |
|---|----------------|--|--------------|
| Nombre                                  | Notación       |  |              |
| <b>VARIABLES DEPENDIENTES</b>           |                |  |              |
| Rentabilidad sobre activos              | roa_num        | Utilidad neta / Activo total   | Cuantitativa |
| Rentabilidad sobre patrimonio           | roe_num        | Utilidad neta / Patrimonio total   | Cuantitativa |
| <b>VARIABLES INDEPENDIENTES</b>         |                |  |              |
| Tamaño del consejo                      | tamano_consejo | Número de directores del consejo de administración   | Cuantitativa |
| Mujeres en el consejo                   | rat_muj        | Número de mujeres del consejo / Número de directores del consejo de administración                         | Cuantitativa |
| Independencia del consejo               | rat_indep      | Número de consejeros independientes / Número de directores del consejo de administración                   | Cuantitativa |
| Total de acciones con derecho a voto    | tot_acc_dvoto  | Si el total de acciones tienen o no derecho a voto (0 = No lo tiene y 1 = Sí lo tiene)                     | Cualitativa  |
| Evaluación del desempeño del directorio | ev_demp_dir    | Si el consejo de administración tiene o no evaluaciones de desempeño (0 = No las tiene y 1 = Sí las tiene) | Cualitativa  |
| Información actualizada sobre acciones  | inf_acc        | Si el banco tiene o no actualizada la información de las acciones (0 = No la tiene y 1 = Sí la tiene)      | Cualitativa  |
| <b>VARIABLES DE CONTROL</b>             |                |  |              |
| Tamaño del banco                        | l_act          | Logaritmo natural de los activos totales del banco   | Cuantitativa |
| Endeudamiento                           | endeudamiento  | Pasivos totales / Activos totales  | Cuantitativa |
| <b>VARIABLES MACROECONÓMICAS</b>        |                |  |              |
| PBI                                     | lpbi           | Logaritmo natural del PBI en millones de soles   | Cuantitativa |
| Inflación                               | ipl            | Promedio anual de la variación del IPC   | Cuantitativa |

Elaboración propia.

y entre individuos. Consiste en una estimación de MCO usual con datos agrupados, los coeficientes obtenidos no varían entre individuos (Gujarati, 2004). Por ello, para obtener resultados que capturen la variabilidad de los individuos se utilizan otros modelos. Una debilidad de este modelo es que ignora la estructura de panel de los datos, dado que el modelo se estima por MCO.

La ecuación de este modelo es:

$$Y_{it} = \beta_1 X_{it} + \alpha + u_{it}$$

Donde:

- $\alpha$  = Intercepto
- $Y_{it}$  = Variable dependiente, donde i = individuo y t = tiempo
- $X_{it}$  = Variable independiente
- $\beta$  = Coeficiente de la variable independiente
- $u_{it}$  = Término de error

El *modelo de efectos fijos* explora la relación entre variables dentro de un individuo asumiendo que cada individuo tiene características que influyen en la variable dependiente. Se emplea cuando el investigador está interesado en analizar el impacto de variables a través del tiempo (Torres-Reyna, 2007). Explora la relación entre la variable dependiente y las variables independientes dentro de un mismo individuo (país, persona, empresa, etc.); por tanto, cada individuo tiene sus características que pueden o no influenciar sobre la variable dependiente.

La ecuación de este modelo es:

$$Y_{it} = \beta_1 X_{it} + \alpha_i + u_{it}$$

Donde:

- $\alpha_i (i=1 \dots n)$  = Intercepto para cada individuo (n intercepto específico individual)
- $Y_{it}$  = Variable dependiente, donde i = individuo y t = tiempo
- $X_{it}$  = Variable independiente
- $\beta_1$  = Coeficiente de la variable independiente
- $u_i$  = Término de error

En este caso, los interceptos pueden variar entre individuos pero no lo hacen en el tiempo. «Si las variables no observables no varían a través del tiempo, entonces cualquier cambio en la variable dependiente se debe explicar por la influencia de otras que no sean las características fijas» (Stock & Watson, 2012, 265). La interpretación del coeficiente beta sería la siguiente: para un individuo, si X varía a través del tiempo por una unidad, Y se incrementa o disminuye en  $\beta$  unidades (Bartels, 2008).

El *modelo de efectos aleatorios* se basa en que la variación entre individuos se asume como aleatoria y no correlacionada con la variable dependiente o con las variables independientes incluidas en el modelo (Torres-Reyna, 2007), es decir, el término de error del individuo no está correlacionado.

La ecuación de este modelo es:

$$Y_{it} = \beta X_{it} + \alpha + u_{it} + \varepsilon_{it}$$

Donde:

- $\alpha$  = Intercepto
- $Y_{it}$  = Variable dependiente, donde i = individuo y t = tiempo
- $X_{it}$  = Variable independiente
- $\beta$  = Coeficiente de la variable independiente
- $u_{it}$  = Término de error *between* (entre)
- $\varepsilon_{it}$  = Término de error *within* (dentro)

Este modelo asume que el término de error del individuo no está correlacionado con las variables independientes, lo que permite que las variables invariantes en el tiempo tengan un papel como variables explicativas (Torres-Reyna, 2007).

La principal diferencia entre los modelos de efectos fijos y los modelos aleatorios es si el efecto individual no observado incorpora elementos que están correlacionados con los regresores en el modelo, no si estos efectos son aleatorios o no (Greene, 2008).

En el método de datos de panel determinar la mejor especificación del modelo es importante para lograr resultados consistentes (Sheytanova, 2004); por esta razón se emplean las pruebas estándar de Hausman y de Breusch y Pagan del Stata 13.

La *prueba de Hausman* analiza la endogeneidad, o existencia de correlación entre una variable independiente y el término de error. Permite determinar qué técnica de datos de panel es más adecuada, si la de efectos fijos o la de efectos aleatorios (Mayorga & Muñoz, 2000). Con este propósito utiliza la prueba chi-cuadrado con la hipótesis nula de que la técnica de efectos aleatorios es la que mejor explica la relación y la hipótesis alternativa de que la mejor técnica es la de efectos fijos.

La *prueba de Breusch y Pagan* del Multiplicador de Lagrange para efectos aleatorios ayuda a decidir entre la técnica de efectos aleatorios y un modelo de regresión simple MCO (Torres-Reyna, 2007). La hipótesis nula es que las varianzas entre individuos son iguales a cero, es decir, que no hay diferencia significativa entre las unidades. Por tanto, la hipótesis nula sugiere aplicar un modelo *pooled*, frente a la alternativa que sugiere la técnica de efectos aleatorios (Breusch y Pagan, 1980). Esta prueba analiza restricciones paramétricas (Greene & McKenzie, 2012).

CON ESTOS INSTRUMENTOS metodológicos se procederá a examinar el tema propuesto en relación con los bancos peruanos.

# 4

---

## Desarrollo del modelo

Este capítulo aplica el modelo con base en lo presentado en los capítulos anteriores, explica los resultados obtenidos de cada variable clave y su correlación con la rentabilidad de los bancos.

### 1. Descripción estadística de las variables

El primer resultado es la estadística descriptiva de las variables utilizadas en el modelo (cuadro 4.1). Se puede observar que en algunos casos solo se tienen 133 observaciones, lo que se debe a que no se cuenta con más información pública disponible. Para analizar la fiabilidad de las variables se utilizó el alfa de Cronbach con el Stata 13, el método más utilizado de validación (Bojórquez, López, Hernández & Jiménez, 2013). Los resultados obtenidos se muestran en el cuadro 4.2.

Se obtiene un resultado general de un alfa de Cronbach de 0.6102 para todas las variables de GC, menor al valor mínimo aceptable de 0.70, lo cual indicaría que la consistencia interna es baja. No obstante, cuando no se cuenta con un mejor instrumento se pueden aceptar valores inferiores (Oviedo & Campo, 2005). Los mecanismos de GC que relacionan, de manera muy simple, los resultados de dos o más variables constituyen un ejemplo de lo expresado en el marco teórico. Por ejemplo, el número de personas que integra el directorio impactaría sobre la rentabilidad del banco, entre otros factores.

**Cuadro 4.1. Modelo: estadística descriptiva de las variables utilizadas**

| Variable       | Observaciones | Media      | Desviación estándar | Valor mínimo | Valor máximo |
|----------------|---------------|------------|---------------------|--------------|--------------|
| Roa_num        | 133           | 0.0170970  | 0.0207060           | -0.0540000   | 0.0760000    |
| Roe_num        | 133           | 0.1487970  | 0.1366950           | -0.3030000   | 0.3760000    |
| Tamano_consejo | 134           | 8.1119400  | 2.4728920           | 4.0000000    | 14.0000000   |
| Rat_muj        | 134           | 0.0411567  | 0.0689385           | 0.0000000    | 0.2500000    |
| Rat_indep      | 133           | 0.4247653  | 0.2369645           | 0.0000000    | 1.0000000    |
| Tot_acc_dvoto  | 134           | 0.9701493  | 0.1708140           | 0.0000000    | 1.0000000    |
| Endeudamiento  | 134           | 0.8690323  | 0.0946194           | 0.0174359    | 0.9463932    |
| Ev_demp_dir    | 134           | 0.2313433  | 0.4232737           | 0.0000000    | 1.0000000    |
| L_act          | 134           | 15.4619400 | 1.5692140           | 11.7317100   | 18.6051900   |
| Inf_acc        | 134           | 0.7238806  | 0.4487542           | 0.0000000    | 1.0000000    |
| Lpbi           | 134           | 13.1094900 | 0.2090040           | 12.7817000   | 13.3992800   |
| Pil            | 134           | 0.0338040  | 0.0102481           | 0.0152953    | 0.0578788    |

Elaboración propia.

**Cuadro 4.2. Modelo: resultados de validación usando el alfa de Cronbach**

| Variable                   | Observaciones | Signo | Item-test correlation | Item-rest correlation | Promedio interitem correlation | Alfa          |
|----------------------------|---------------|-------|-----------------------|-----------------------|--------------------------------|---------------|
| roa_num                    | 133           | +     | 0.5310                | 0.3491                | 0.1284                         | 0.5699        |
| roe_num                    | 133           | +     | 0.7331                | 0.6056                | 0.1007                         | 0.5020        |
| tamano_co~o                | 134           | +     | 0.5302                | 0.3516                | 0.1279                         | 0.5690        |
| rat_muj                    | 134           | +     | 0.2052                | -0.0103               | 0.1690                         | 0.6468        |
| rat_indep                  | 133           | +     | 0.4936                | 0.3117                | 0.1322                         | 0.5783        |
| tot_acc_div~o              | 134           | +     | 0.2230                | 0.0115                | 0.1678                         | 0.6447        |
| endeudamie~o               | 134           | +     | 0.4072                | 0.1747                | 0.1459                         | 0.6058        |
| ev_demp_dir                | 134           | +     | 0.1877                | -0.0269               | 0.1716                         | 0.6509        |
| l_act                      | 134           | +     | 0.7806                | 0.6722                | 0.0951                         | 0.4861        |
| inf_acc                    | 134           | +     | 0.6223                | 0.4628                | 0.1150                         | 0.5390        |
| <b>Escala de la prueba</b> |               |       |                       |                       | <b>0.1354</b>                  | <b>0.6102</b> |

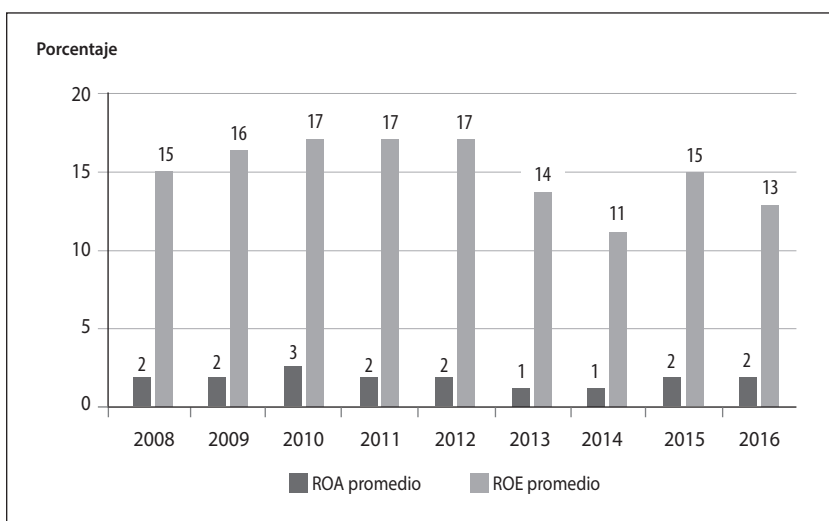
Elaboración propia.



## 1.1. Rentabilidad

El ROA promedio en el periodo 2008-2016 para los bancos seleccionados fue del 1.7097% y el ROE promedio, del 14.8797% (cuadro 4.1). Este resultado indica que, en promedio, un banco comercial peruano ganó 0.0171 soles por cada sol invertido en activos. La desviación estándar muestra que no existe una diferencia significativa entre los bancos seleccionados en relación con los resultados financieros obtenidos.

La evolución del rendimiento financiero de los bancos ha sido estable para el periodo 2008-2016, con algunos picos de mayor rentabilidad y años en los que los resultados disminuyeron, como en el 2014 (figura 4.1). El año en el que los bancos obtuvieron mejores resultados financieros fue el 2010, en el que se alcanzó un ROA promedio del 2.54% y un ROE promedio del 17.18%.



**Figura 4.1. Perú: ROA y ROE promedio anual de bancos comerciales, 2008-2016**

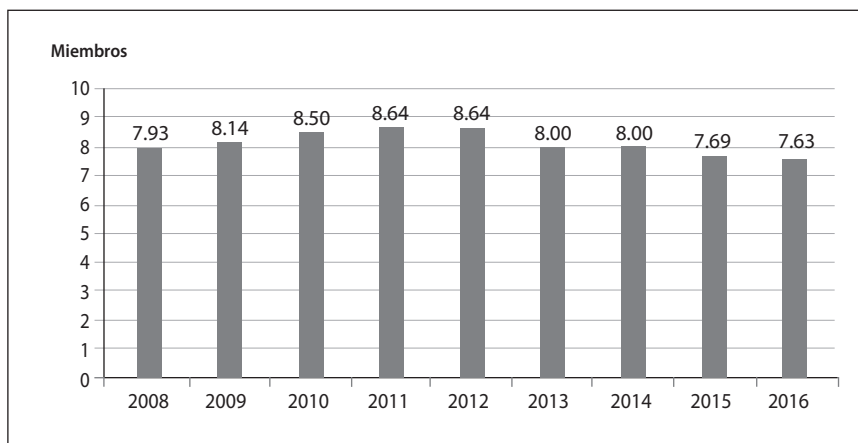
Fuente: SBS.

Elaboración propia.

## 1.2. Tamaño del consejo de administración

El tamaño del consejo promedio en el periodo 2008-2016 para los bancos seleccionados fue de 8.11194 integrantes (cuadro 4.1). La desviación estándar indica que existe una ligera diferencia entre los bancos seleccionados en relación con el tamaño del consejo.

El número promedio de miembros del consejo se incrementó de 7.93 a 8.64 para el periodo 2008-2012, luego de lo cual comenzó a reducirse hasta llegar a 7.63 en el 2016, el año con el menor valor promedio identificado (figura 4.2).



*Figura 4.2. Perú: número promedio anual de miembros de consejo de bancos comerciales, 2008-2016*

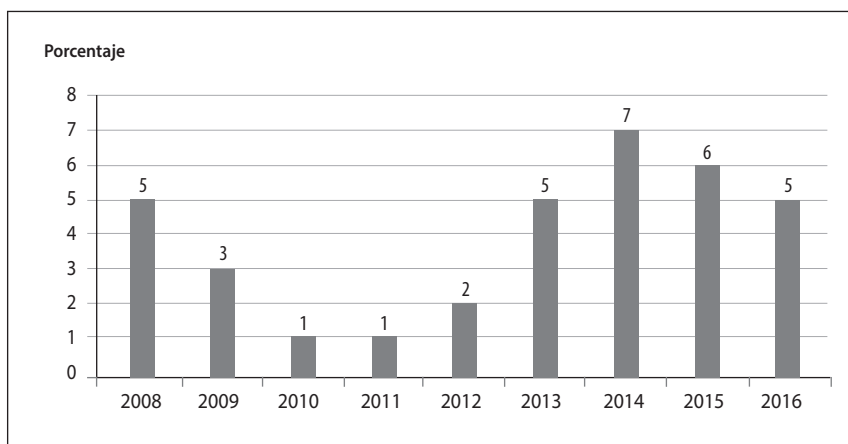
Fuente: SBS.

Elaboración propia.

## 1.3. Ratio de mujeres en el consejo de administración

El porcentaje promedio de mujeres en el consejo de administración en el periodo 2008-2016 para los bancos seleccionados fue del 4.12% (cuadro 4.1). La desviación estándar indica que no hay una diferencia significativa entre los bancos seleccionados en relación con el porcentaje promedio de mujeres en su directorio.

Esa proporción se redujo del 5.35% al 0.65% en el periodo 2008-2010, para luego incrementarse hasta el 6.85% en el 2014 y, finalmente, caer al 5.11% en el 2016 (figura 4.3).



*Figura 4.3. Perú: ratio promedio anual de mujeres en el consejo de bancos comerciales respecto al total, 2008-2016*

Fuente: SBS.

Elaboración propia.

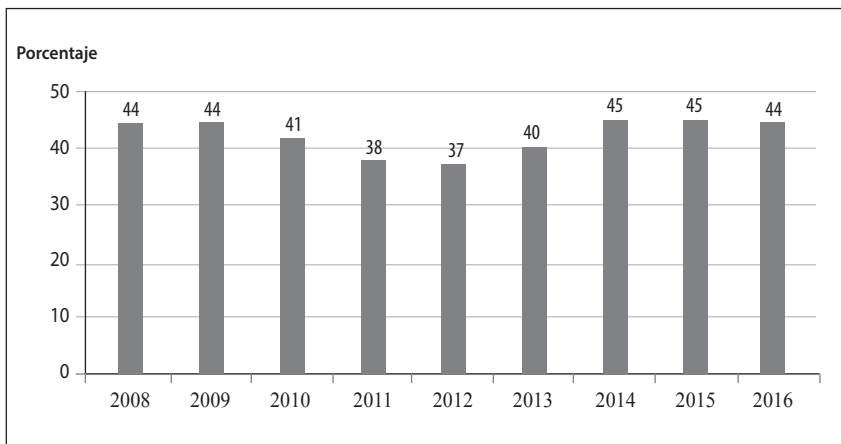
#### 1.4. Directores independientes en el consejo de administración

El porcentaje promedio de directores independientes en el consejo en el periodo 2008-2016 para los bancos comerciales peruanos fue del 42.48% (cuadro 4.1). La desviación estándar indica que no hay una diferencia significativa entre los bancos seleccionados en relación al porcentaje promedio de directores independientes en su directorio.

Esa proporción se redujo del 44% al 37% en el periodo 2008-2012, para luego incrementarse hasta el 44% en el 2016 (figura 4.4).

#### 1.5. Total de acciones con derecho a voto

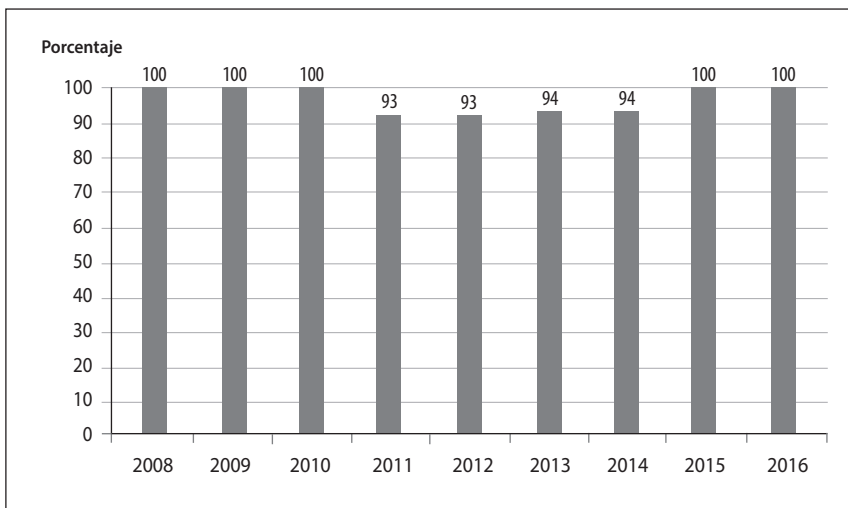
En el periodo 2008-2016 el promedio de acciones con derecho a voto en los bancos comerciales peruanos fue del 97.01% (cuadro 4.1). La desviación estándar indica que no hay una diferencia significativa entre los bancos seleccionados.



*Figura 4.4. Perú: ratio promedio anual de directores independientes en el consejo de bancos comerciales, respecto al total, 2008-2016*

Fuente: SBS.  
Elaboración propia.

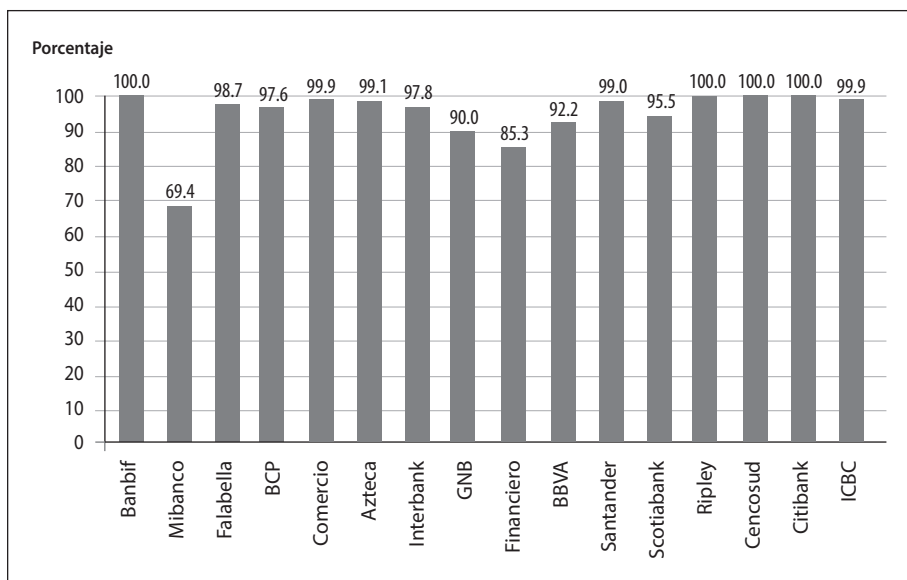
Esa proporción pasó del 100% al 92.86% en el periodo 2008-2012, para luego volver al 100% en el 2016 (figura 4.5).



*Figura 4.5. Perú: proporción promedio anual de acciones con derecho a voto en bancos comerciales, 2008-2016*

Fuente: SBS.  
Elaboración propia.

Un aspecto importante a tomar en cuenta respecto a esta variable es la marcada concentración de capital de los bancos comerciales peruanos (figura 4.6), que lleva a que sean relativamente pocos los accionistas que tienen el mayor número de acciones y, por tanto, a que las decisiones las tomen solo ellos.



*Figura 4.6. Perú: proporción promedio anual de acciones con derecho a voto en bancos comerciales, 2008-2016*

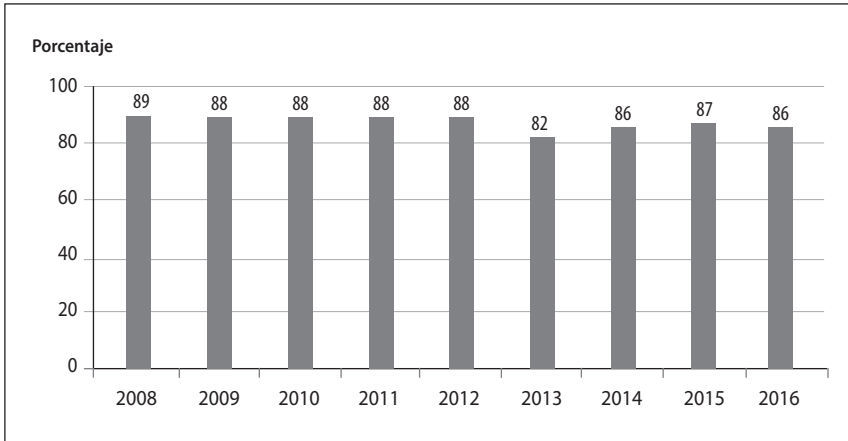
Fuente: SBS.

Elaboración propia.

## 1.6. Endeudamiento

El endeudamiento (pasivos totales entre activos totales) promedio de los bancos comerciales en el Perú para el periodo 2008-2016 fue del 86.90% (cuadro 4.1). La desviación estándar indica que no hay una diferencia significativa entre los bancos seleccionados.

El endeudamiento anual en el periodo analizado estuvo por encima del 81% y por debajo del 90%. El año en el que fue menor fue el 2012, con el 81.96%, y el mayor, el 2008, con el 89.02% (figura 4.7).



**Figura 4.7. Perú: nivel de endeudamiento promedio anual de bancos comerciales, 2008-2016**

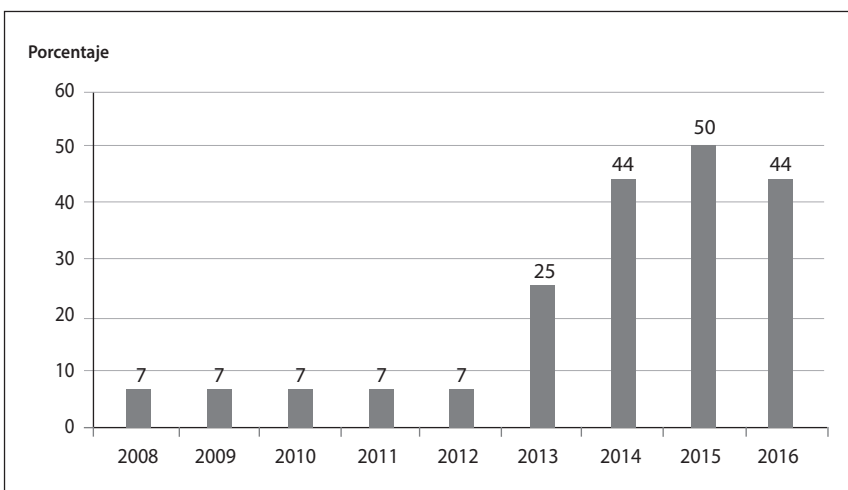
Fuente: SBS.

Elaboración propia.

### 1.7. Evaluación del desempeño del directorio

En promedio, para el periodo 2008-2016, el 23.13% de los bancos comerciales peruanos realizó una evaluación del desempeño del directorio (cuadro 4.1). La desviación estándar indica que no hay una diferencia significativa entre los bancos seleccionados.

La evolución de esta variable muestra dos momentos muy marcados: un promedio de solo el 7.14% entre 2008-2012, para luego, entre 2013-2016, alcanzar un promedio de superior al 40%, con el 43.75% en el 2016 (figura 4.8).



**Figura 4.8. Perú: proporción promedio anual de bancos comerciales peruanos con evaluación del desempeño del directorio, respecto del total, 2008-2016**

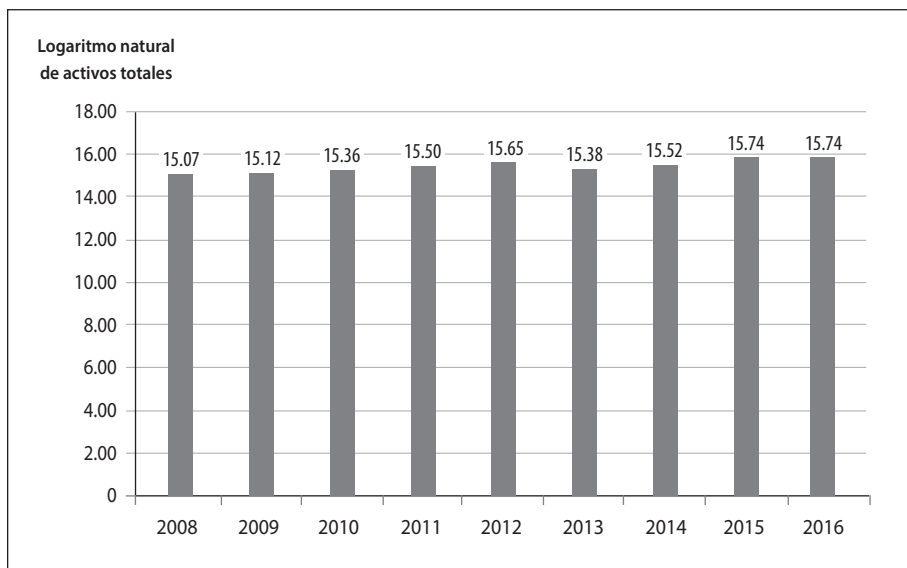
Fuente: SBS.

Elaboración propia.

### 1.8. Activos totales

El promedio del logaritmo natural de los activos totales de los bancos comerciales para el periodo 2008-2016 fue de 15.46194 (cuadro 4.1). La desviación estándar indica que no hay una diferencia significativa entre los bancos seleccionados.

Ese indicador se incrementó entre 2008 y 2012 pues pasó de 15.07 a 15.65. En el 2016 fue 15.74 (figura 4.9).



*Figura 4.9. Perú: promedio anual del logaritmo natural de activos totales de bancos comerciales, 2008-2016*

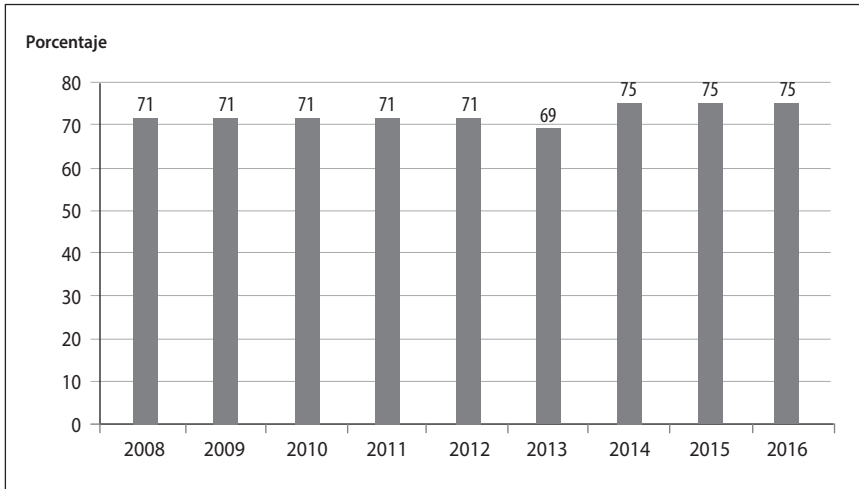
Fuente: SBS.

Elaboración propia.

### 1.9. Información actualizada sobre las acciones

En promedio, para el periodo 2008-2012 el 72.39% de los bancos contó con información actualizada de sus acciones (cuadro 4.1). La desviación estándar no encuentra una diferencia significativa entre los bancos seleccionados.

La proporción de bancos con información actualizada de sus acciones se mantuvo en el 71.43% entre 2008-2012, incrementándose al 75% en el periodo 2014-2016 (figura 4.10).



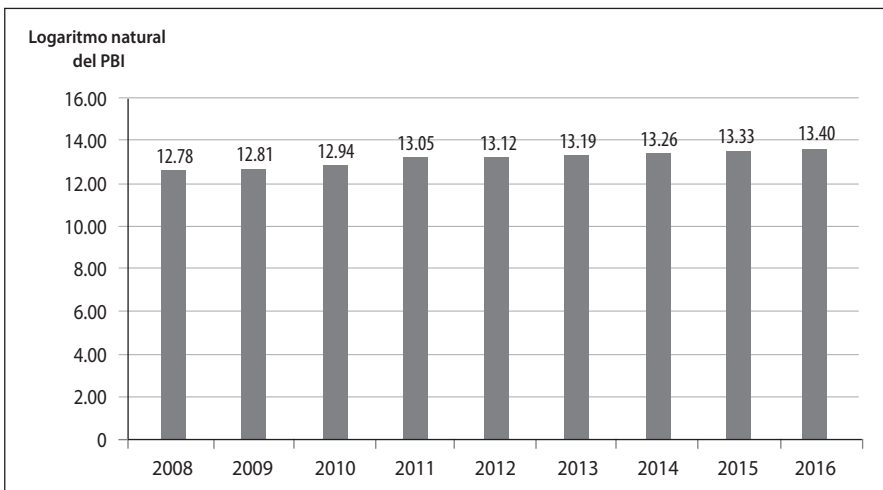
*Figura 4.10. Perú: proporción promedio anual de bancos comerciales con información actualizada de las acciones, 2008-2016*

Fuente: SBS.

Elaboración propia.

### 1.10. Producto bruto interno

El promedio del logaritmo natural del PBI para el periodo 2008-2016 fue 13.10949 (cuadro 4.1). Ese indicador se incrementó en forma sostenida, ya que pasó de 12.78 en el 2008 a 13.40 en el 2016 (figura 4.11).



*Figura 4.11. Perú: promedio anual del logaritmo natural del PBI, 2008-2016*

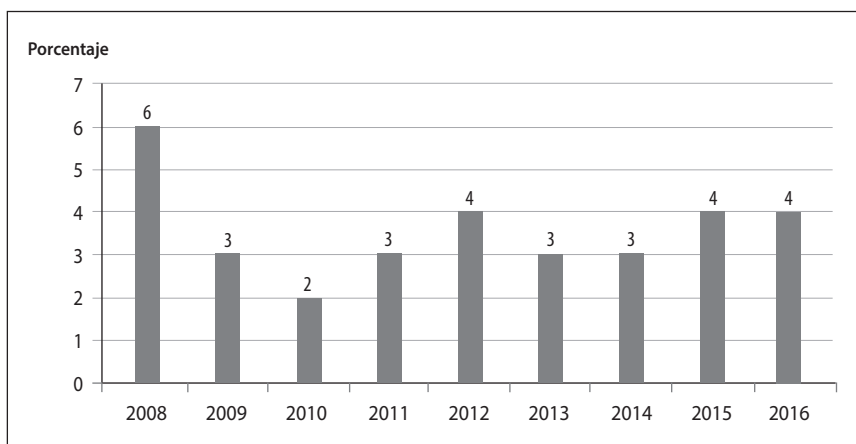
Fuente: SBS.

Elaboración propia.



### 1.11. Inflación

La inflación promedio en el Perú para el periodo 2008-2016 fue del 3.38% (cuadro 4.1). La evolución del comportamiento de los precios en el periodo analizado muestra que la inflación se redujo del 5.79% en el 2008 al 1.53% en el 2010, para luego incrementarse hasta llegar al 3.59% en el 2016 (figura 4.12).



*Figura 4.12. Perú: inflación anual, 2008-2016*

Fuente: SBS.

Elaboración propia.

## 2. Correlación entre variables independientes y rentabilidad de los bancos

Estimada la correlación entre las variables dependientes, independientes y de control (cuadro 4.3)<sup>13</sup>, se aprecia que la mayor correlación se da entre el ROE y la variable información actualizada de las acciones, con 0.521559. También se constata que algunas variables tienen una correlación positiva

13. La multicolinealidad es un problema si la correlación entre variables dependientes e independientes es mayor a 0.80. La multicolinealidad se define como la existencia de una o más relaciones lineales entre variables independientes de un modelo. El problema de tener multicolinealidad en una regresión es que los coeficientes no pueden estimarse con precisión y, además, los errores estándar tienden a aumentar debido al crecimiento de las varianzas y las covarianzas de los estimadores (Gujarati, 2004).

**Cuadro 4.3. Modelo: matriz de correlación**

| Variables          | roe_num   | roa_num   | tamano_<br>consejo | rat_muj   | rat_indep | tot_acc_<br>dvoto | Endeuda-<br>miento | ev_demp_<br>_dir | l_act     | inf_acc   | Lpbi      | pi1       |
|--------------------|-----------|-----------|--------------------|-----------|-----------|-------------------|--------------------|------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| roe_num            | 1.000000  | 0.854216  | 0.205346           | 0.043339  | 0.052646  | 0.238082          | 0.155318           | -0.044520        | 0.438518  | 0.521559  | -0.092200 | -0.021160 |
| roa_num            | 0.854216  | 1.000000  | 0.021384           | -0.066290 | -0.020100 | 0.164637          | 0.010524           | -0.157220        | 0.230527  | 0.427787  | -0.121200 | -0.067240 |
| tamano_<br>consejo | 0.205346  | 0.021384  | 1.000000           | 0.036096  | 0.330408  | -0.223730         | 0.433742           | 0.176926         | 0.490671  | 0.128342  | -0.064590 | -0.053150 |
| rat_muj            | 0.043339  | -0.066290 | 0.036096           | 1.000000  | 0.175194  | -0.190690         | 0.074269           | -0.086460        | 0.074098  | 0.194788  | 0.137001  | 0.143137  |
| rat_indep          | 0.052646  | -0.020100 | 0.330408           | 0.175194  | 1.000000  | 0.129992          | 0.328823           | -0.075130        | 0.257645  | 0.233362  | 0.013694  | 0.021760  |
| tot_acc_<br>dvoto  | 0.238082  | 0.164637  | -0.223730          | -0.190690 | 0.129992  | 1.000000          | -0.065170          | -0.009590        | 0.005107  | -0.011930 | -0.039210 | 0.019892  |
| Endeuda-<br>miento | 0.155318  | 0.010524  | 0.433742           | 0.074269  | 0.328823  | -0.065170         | 1.000000           | -0.178350        | 0.512667  | 0.018403  | -0.137310 | 0.036595  |
| ev_demp_<br>_dir   | -0.044520 | -0.157220 | 0.176926           | -0.086460 | -0.075130 | -0.009590         | -0.178350          | 1.000000         | 0.336932  | 0.056714  | 0.365855  | 0.007152  |
| l_act              | 0.438518  | 0.230527  | 0.490671           | 0.074098  | 0.257645  | 0.005107          | 0.512667           | 0.336932         | 1.000000  | 0.448134  | 0.146426  | -0.035780 |
| inf_acc            | 0.521559  | 0.427787  | 0.128342           | 0.194788  | 0.233362  | -0.011930         | 0.018403           | 0.056714         | 0.448134  | 1.000000  | 0.027187  | 0.009041  |
| Lpbi               | -0.092200 | -0.121200 | -0.064590          | 0.137001  | 0.013694  | -0.039210         | -0.137310          | 0.365855         | 0.146426  | 0.027187  | 1.000000  | -0.150250 |
| pi1                | -0.021160 | -0.067240 | -0.053150          | 0.143137  | 0.021760  | 0.019892          | 0.036595           | 0.007152         | -0.035780 | 0.009041  | -0.150250 | 1.000000  |

Elaboración propia.

elevada como el endeudamiento con el logaritmo natural de los activos totales (0.512667) o el tamaño del consejo de administración con el logaritmo natural de los activos totales (0.490671).

El cuadro 4.4 muestra los resultados obtenidos tanto para el ROA como para el ROE como variables dependientes, y otras variables independientes de GC y de control. Dado que se analizaron los datos mediante modelos de datos de panel, se probó cuál modelo se ajustaba mejor de acuerdo con sus supuestos (modelos *pooled*, de efectos fijos y de efectos aleatorios) mediante las pruebas de Breusch y Pagan y de Hausman. El modelo seleccionado para el ROA y para el ROE fue el de efectos aleatorios.

Para el caso del ROA las variables significativas son:

- Ratio de consejeros independientes
- Total de acciones con derecho a voto
- Evaluación del desempeño del directorio
- Total de activos
- Información actualizada sobre las acciones

La variable ratio de consejeros independientes es significativa al 10%, las variables total de acciones con derecho a voto y total de activos son significativas al 5%, y las variables evaluación del desempeño del directorio e información actualizada de las acciones son significativas al 1%. En cuanto a los coeficientes de las variables significativas, se observa que las variables total de acciones con derecho a voto (0.0202146), total de activos (0.0035832) e información actualizada de las acciones (0.0175158) impactan positivamente en la rentabilidad del banco. Por otro lado, las variables ratio de consejeros independientes (-0.0147637) y evaluación del desempeño del directorio (-0.0141594) tienen un efecto negativo en la rentabilidad del banco.

Las demás variables de GC como tamaño del consejo y ratio de mujeres dentro del consejo resultan no significativas. Sobre las variables de control, la variable endeudamiento y las variables macroeconómicas como PBI e inflación tampoco son significativas.

Para el caso del ROE las variables significativas son:

Cuadro 4.4. Modelo: resultados de panel de datos

| Modelo           | <i>Pooled</i>         |                       | Efectos fijos (FE)  |                      | Efectos aleatorios (RE) |                       |
|------------------|-----------------------|-----------------------|---------------------|----------------------|-------------------------|-----------------------|
|                  | ROA                   | ROE                   | ROA                 | ROE                  | ROA****                 | ROE ****              |
| Constante        | 0.0609764 (0.668)     | -0.0539987 (0.937)    | 0.0812952 (0.523)   | 1.0379440 (0.208)    | 0.0580770 (0.615)       | -0.0125929 (0.985)    |
| Tamano_consejo   | 0.0003923 (0.554)     | 0.0109819 (0.009)***  | 0.0004275 (0.708)   | -0.0017872 (0.809)   | 0.0003439 (0.681)       | 0.0099236 (0.044)**   |
| Rat_muj          | -0.0308947 (0.266)    | 0.0545277 (0.658)     | -0.0171654 (0.469)  | 0.0609422 (0.690)    | -0.0295557 (0.236)      | 0.0638469 (0.661)     |
| Rat_indep        | -0.0152259 (0.029)**  | -0.1367651 (0.004)*** | -0.0097607 (0.390)  | -0.1062330 (0.149)   | -0.0147637 (0.059)*     | -0.1313377 (0.005)*** |
| Tot_acc_dvoto    | 0.0203397 (0.000)***  | 0.2500740 (0.000)***  | 0.0182757 (0.028)** | 0.1904667 (0.001)*** | 0.0202146 (0.041)**     | 0.2439212 (0.000)***  |
| Endeudamiento    | -0.0474480 (0.452)    | -0.1015767 (0.634)    | -0.0086163 (0.869)  | -0.2999917 (0.374)   | -0.0429269 (0.272)      | -0.0793755 (0.729)    |
| Ev_demp_dir      | -0.0146804 (0.003)*** | -0.0671726 (0.011)**  | -0.0011664 (0.812)  | -0.0009007 (0.977)   | -0.0141594 (0.003)***   | -0.0609882 (0.030)**  |
| L_act            | 0.0035392 (0.053)*    | 0.0272948 (0.004)***  | 0.0100250 (0.248)   | 0.1125586 (0.046)**  | 0.0035832 (0.043)**     | 0.0283690 (0.007)***  |
| Inf_acc          | 0.0178737 (0.000)***  | 0.1289925 (0.000)***  | -0.0023319 (0.821)  | -0.0234935 (0.725)   | 0.0175158 (0.000)***    | 0.1246707 (0.000)***  |
| Lpbi             | -0.0060086 (0.495)    | -0.0365387 (0.464)    | -0.0169794 (0.299)  | -0.1884687 (0.076)*  | -0.0061095 (0.467)      | -0.0413594 (0.397)    |
| Pi1              | -0.0927182 (0.655)    | -0.1823765 (0.889)    | -0.1087805 (0.362)  | -0.270833 (0.725)    | -0.0956655 (0.536)      | -0.2173518 (0.808)    |
| R <sup>2</sup>   | 0.3212                | 0.4698                |                     |                      |                         |                       |
| F-value          | 0.0178                | 0.0000                |                     |                      |                         |                       |
| Chi <sup>2</sup> |                       |                       | 1.16                | 2.41                 | 53.95                   | 97.10                 |
| Prob             |                       |                       | 0.3292              | 0.0127               | 0.0000                  | 0.0000                |

Nota: \*, \*\* y \*\*\* son niveles de significancia al 0.10, 0.05 y 0.01. \*\*\*\* Identifica los modelos seleccionados.

ROA: RE se prefiere a *pooled* (Prob = 0.0000), RE se prefiere a FE (prueba Hausman), RE es el modelo elegido.

ROE: RE se prefiere a *pooled* (Prob = 0.0015), RE se prefiere a FE (prueba Hausman), RE es el modelo elegido.

Elaboración propia.

- Tamaño del consejo
- Ratio de consejeros independientes
- Total de acciones con derecho a voto
- Evaluación del desempeño del directorio
- Total de activos
- Información actualizada sobre las acciones

Las variables tamaño del consejo y evaluación del desempeño del directorio resultan significativas al 5%, y las variables ratio de consejeros independientes, total de acciones con derecho a voto, total de activos e información actualizada de las acciones lo son al 1%. En cuanto a los coeficientes de las variables significativas se observa que el tamaño del consejo (0.0099236), el total de acciones con derecho a voto (0.2439212), el total de activos (0.028369) y la información actualizada de las acciones (0.1246707) impactan positivamente en la rentabilidad de los bancos. Por el contrario, las variables ratio de consejeros independientes (-0.1313377) y evaluación del desempeño del directorio (-0.0609882) impactan negativamente en la rentabilidad.

La variable de GC ratio de mujeres dentro del consejo resulta no significativa para el caso del ROE. Con respecto a las variables de control, las variables macroeconómicas como PBI e inflación resultan no significativas. La variable endeudamiento tampoco resulta significativa.

### **3. Análisis y discusión de resultados**

A continuación se analizan y discuten los resultados obtenidos en relación con las hipótesis formuladas.

#### **3.1. Tamaño del consejo de administración**

El impacto del tamaño del consejo de administración en la rentabilidad del banco resultó significativo solo para el caso del ROE. Las teorías relacionadas con esta variable indican comportamientos opuestos. La teoría de la agencia señala que es preferible tener un menor número de miembros en el consejo de administración porque aumenta la eficacia en la coordinación. Por otro lado, la teoría de dependencia de recursos indica que es mejor tener

un consejo de administración con mayor número de integrantes debido a que se dispone de mayores recursos al momento de tomar decisiones.

Los resultados obtenidos estarían en concordancia con lo indicado por la teoría de dependencia de recursos, dado que el coeficiente es positivo. También serían acordes con los resultados de Kiel y Nicholson (2008). Esto indicaría que al aumentar el tamaño del consejo la rentabilidad del banco también se incrementaría. Se debe señalar que el promedio del tamaño del consejo de administración de los bancos comerciales peruanos ha ido disminuyendo los últimos tres años de estudio. De acuerdo con los resultados obtenidos, esto haría que la rentabilidad de los bancos disminuya.

Finalmente, dado que los resultados son significativos solo para el caso del ROE existe evidencia estadística para aceptar la primera hipótesis.

### **3.2. Número de consejeros independientes**

La presencia de consejeros independientes debería impactar positivamente en la rentabilidad del banco. Los resultados obtenidos para el ROA (-0.0147637) y para el ROE (-0.1313377) son significativos al 10% y al 1%, respectivamente. Para ambos casos esto indica que incrementar el número de consejeros independientes reduciría la rentabilidad en los bancos.

Los resultados obtenidos son contrarios a lo que postulan las teorías de la agencia y de los *stakeholders*. De acuerdo con ambas, los consejeros independientes pueden tener una buena participación al momento de la toma de decisiones y al orientar al gerente, lo que incrementa la rentabilidad del banco. Sin embargo, estos resultados son consistentes con la teoría de la dirección, la cual indica que los directores no independientes tienen mejor información y conocen más el manejo de la empresa, por lo que incluir un mayor número de este tipo de directores permitiría obtener una mejor rentabilidad.

La información de los bancos peruanos para el periodo 2008-2016 indica que el porcentaje promedio de consejeros independientes ha ido variando dentro de un rango entre el 35% y el 45%, es decir, menor a la mitad del consejo. La relación negativa obtenida en los resultados podría deberse a que en el corto plazo incrementar el ratio de consejeros independientes

no tendría un impacto positivo debido a que estos consejeros deben ganar experiencia en el sector bancario. Se espera que el mayor acceso de estos consejeros a la información y su experiencia en el sector permitirán incrementar la rentabilidad del banco en el mediano y en el largo plazo. Por lo tanto, los resultados pueden no ser los esperados debido a que el periodo de análisis es muy corto, por lo que sería recomendable hacer un estudio de plazo más largo.

Finalmente, dado que los resultados son significativos y negativos para el ROA y para el ROE, se rechaza la segunda hipótesis.

### **3.3. Número de mujeres en el consejo de administración**

La presencia de mujeres en el consejo de administración debería impactar positivamente en la rentabilidad del banco. Los resultados obtenidos para el ROA (-0.0295557) y para el ROE (0.0638469) no son significativos. Estos resultados concuerdan con los de Pucheta y Sánchez (2013) que no obtienen evidencia estadística significativa. De acuerdo con la OIT (2015), la presencia de mujeres debería impactar positivamente en la rentabilidad debido a que permite un mejor entendimiento de las preferencias de los consumidores y, por tanto, se toman mejores decisiones.

La presencia de mujeres en consejos de administración de bancos comerciales peruanos ha ido incrementándose desde el 2010 al 2016, pero no a un grado muy alto (en promedio, el ratio más alto de consejeras se presentó en el 2015 con el 7.56%). Este puede ser el motivo de por qué esta variable no ha sido significativa y por qué se obtienen coeficientes tan bajos. Para futuros estudios se esperaría analizar un periodo más amplio para observar el impacto de este ratio en la rentabilidad de los bancos.

Finalmente, dado que los resultados son no significativos para el ROA y para el ROE, se rechaza la tercera hipótesis.

### **3.4. Total de acciones con derecho a voto**

Los resultados obtenidos para el ROA y para el ROE validan la hipótesis planteada con respecto a esta variable. Para ambos casos se obtienen coeficientes positivos (0.0202146 para el ROA y 0.2439212 para el ROE) que son

significativos. La significancia es del 5% para el caso del ROA y del 1% para el caso del ROE. Esto quiere decir que si un banco otorga derecho de voto a todas las acciones podrá obtener una mayor rentabilidad con respecto a aquellos que no lo otorgan.

Estos resultados concuerdan con lo encontrado por Cai *et al.* (2006). Para el caso de los bancos comerciales peruanos en el periodo 2008-2016 se observa que casi todas las acciones tienen derecho a voto, lo cual permite a los accionistas participar activamente en las decisiones. Esto implicaría mejores decisiones que repercuten en una mayor rentabilidad.

Tomando en cuenta la alta concentración de capital en los bancos comerciales peruanos, la teoría de la agencia explicaría los resultados obtenidos, dado que el tener un número reducido de votantes sería más efectivo al momento de coordinar.

Finalmente, al ser los resultados significativos para el ROA y para el ROE, se acepta la cuarta hipótesis.

### 3.5. Evaluación del desempeño del directorio

Para esta variable se obtienen resultados contrarios a los esperados. Los coeficientes obtenidos ( $-0.0141594$  para el ROA y  $-0.0609882$  para el ROE) indicarían que existe una relación negativa entre realizar evaluaciones del desempeño del directorio y la rentabilidad de los bancos. Hallazgos significativos al 1% para el caso del ROA y al 5% para el del ROE.

Estos resultados son opuestos a los obtenidos por Ongore *et al.* (2015). La relación negativa encontrada sería contraria a lo que se esperaría por las teorías de la agencia y de los *stakeholders*, dado que la realización de evaluaciones mejoraría el desempeño del directorio al evidenciar las responsabilidades asumidas. Para el caso peruano, se observa que este tipo de evaluaciones no las efectúan todos los bancos comerciales. Solo el 43.75% de ellos las realizó en el 2016.

Finalmente, dado que los resultados son significativos y negativos para el ROA y para el ROE, se rechaza la quinta hipótesis.



### 3.6. Información actualizada sobre las acciones

Para el caso del ROA (0.0175158) y del ROE (0.1246707) se obtiene una relación positiva y significativa al 1%.

Estos resultados son opuestos a los de Hermalin y Weisbach (2007). Para el caso peruano se observa que la mayoría de los bancos cumple con tener información actualizada de las acciones, lo cual es una medida de transparencia. Además, de acuerdo con las teorías de la agencia y de los *stakeholders*, esto permitiría que los accionistas conozcan mejor cómo se manejan sus recursos, de forma que habría un mejor control sobre las acciones que realiza el directorio, lo que repercutiría positivamente sobre la rentabilidad del banco.

Finalmente, dado que los resultados son significativos y positivos para el ROA y para el ROE, se acepta la sexta hipótesis.

EN RESUMEN, la aplicación del modelo revela que tres de las hipótesis planteadas se aceptan y tres se rechazan (cuadro 4.5).

**Cuadro 4.5. Comparación de hipótesis y resultados obtenidos**

| Nombre de la variable                             | Relación esperada con la rentabilidad | ROA               |                      | ROE               |                     |
|---|---------------------------------------|-------------------|----------------------|-------------------|---------------------|
|   |                                       | Relación obtenida | Significancia        | Relación obtenida | Significancia       |
| Tamaño del consejo de administración              | Positiva                              | Positiva          | No significativa     | Positiva          | Significativa al 5% |
| Número de mujeres en el consejo de administración | Positiva                              | Negativa          | No significativa     | Positiva          | No significativa    |
| Número de consejeros independientes               | Positiva                              | Negativa          | Significativa al 10% | Negativa          | Significativa al 1% |
| Total de acciones con derecho a voto              | Positiva                              | Positiva          | Significativa al 5%  | Positiva          | Significativa al 1% |
| Evaluación del desempeño del directorio           | Positiva                              | Negativa          | Significativa al 1%  | Negativa          | Significativa al 5% |
| Información actualizada sobre las acciones        | Positiva                              | Positiva          | Significativa al 1%  | Positiva          | Significativa al 1% |

Elaboración propia.

# Conclusiones y recomendaciones

---

Finalmente, en esta sección de conclusiones se discuten y analizan los resultados obtenidos sobre las hipótesis propuestas y se formulan las recomendaciones que se derivan de ellas.

## 1. Conclusiones

Para el análisis del impacto del GC en la rentabilidad de los bancos se utilizaron técnicas de datos de panel para 16 bancos comerciales peruanos en el periodo 2008-2016. Los resultados indican que la rentabilidad de los bancos tiene relación significativa con las variables: tamaño del consejo de administración, presencia de consejeros independientes, total de acciones con derecho a voto, evaluación del desempeño del directorio e información actualizada sobre las acciones.

De acuerdo con los resultados, aumentar el número de consejeros incrementaría el ROE de los bancos, lo cual sería acorde con la teoría de dependencia de recursos. La presencia de consejeros independientes impactaría negativamente en el ROE; no obstante, esto es contrario a la hipótesis planteada y a lo que indican las teorías de la agencia y de los *stakeholders*.

Los resultados obtenidos para el ROA y para el ROE validan la hipótesis planteada con respecto a la variable total de acciones con derecho a voto, lo que significa que si un banco otorga derecho de voto a todas las acciones podrá obtener mayor rentabilidad frente a los que no lo hagan.

Los resultados de la evaluación del desempeño del directorio indicarían que existe una relación negativa entre este mecanismo y la rentabilidad de los bancos, la cual sería opuesta a lo que se esperaría por las teorías de la agencia y de los *stakeholders*.

Los resultados para información actualizada sobre las acciones indican que esta variable impacta positivamente en el ROE lo cual, siguiendo las teorías de la agencia y de los *stakeholders*, permitiría que los accionistas conozcan mejor cómo se manejan sus recursos, de forma que las acciones que realiza el directorio estarían mejor controladas.

No se obtiene una relación significativa entre rentabilidad y la variable presencia de consejeras.

## 2. Recomendaciones

De acuerdo con los resultados obtenidos se recomienda que los mecanismos de control interno que forman parte del GC se incorporen mediante una directiva y que los consejeros independientes externos se integren en el consejo de administración mediante mecanismos que desarrollen su potencial.

Para investigaciones futuras se realizan tres recomendaciones. Primera, ampliar el análisis a un periodo de tiempo más extenso, de manera que se pueda estudiar el impacto de algunas variables en el mediano y en el largo plazo. Además, para el caso peruano se podría aplicar el modelo a otros sectores, dada la falta de investigaciones relacionadas.

Segunda, ampliar el alcance de los mecanismos estudiados. La presente investigación analizó el impacto de algunos mecanismos del GC en la rentabilidad de los bancos. No obstante, no se incluyeron todos los mecanismos de GC; por lo tanto, en futuros estudios se podrían incluir otras variables importantes como comité de auditoría, trato igualitario de accionistas o entrega de información oportuna a los accionistas, entre otras.

Tercera, profundizar en el análisis de los mecanismos de GC. Por ejemplo, incluir variables relacionadas con el manejo y la gestión de los bancos junto con aquellas de GC.

## Bibliografía

---

- Abdullah, M. N., Parvez, K. & Ayreen, S. (2014). Bank specific, industry specific and macroeconomic determinants of commercial bank profitability: A case of Bangladesh. *World Journal of Social Sciences*, 4(3), pp. 82- 96.
- Adams, R. & Mehran, H. (2003). Is corporate governance different for bank holding companies? *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, 9(1), pp. 123-142.
- Adams, R. & Mehran, H. (2011). *Corporate performance, board structure, and their determinants in the banking industry*. (Report n.º 330). Nueva York, NY: Federal Reserve Bank of New York
- Adusei, M. (2011). Board structure and bank performance in Ghana. *Journal of Money, Investment and Banking*, 19, pp. 72-84.
- Al-Saidi, M. & Al-Shammari, B. (2013). Board composition and bank performance in Kuwait: An empirical study. *Managerial Auditing Journal*, 28(6), pp. 472-494.
- Apoyo & Asociados (2017a). *Banco de Crédito del Perú. Informe semestral*. Lima: Apoyo & Asociados.
- Apoyo & Asociados (2017b). *BBVA Continental. Informe semestral*. Lima: Apoyo & Asociados.
- Apoyo & Asociados (2017c). *Scotiabank Perú S. A. A. Informe semestral*. Lima: Apoyo & Asociados.
- Apoyo & Asociados (2017d). *Interbank. Informe semestral*. Lima: Apoyo & Asociados.

- Arellano, M. & Bover, O. (1995). Another look at the instrumental variable estimation of error-components models. *Journal of Econometrics*, 68(1), pp. 29-51.
- Arimany Serrat, N., Sabata Aliberch, A. & Puigvi Vila, S. (2013). Responsabilidad social corporativa versus indicadores financieros de las empresas del IBEX 35. *Revista contable*, 13, pp. 52-63.
- Banco Central de Reserva del Perú (BCRP). (2017). *Reporte de inflación diciembre 2017. Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2017-2019*. Lima: BCRP.
- Bartels, L. M. (2008). *Unequal democracy: The political economy of the new gilded age*. Nueva York, NY: Russell Sage Foundation / Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Bebchuk, L., Cohen, A. & Ferrell, A. (2009). What matters in corporate governance? *The Review of Financial Studies*, 22(2), pp. 783-827.
- Belkhir, M. (2009). Board of directors size and performance in the banking industry. *International Journal of Managerial Finance*, 5(2), pp. 201-221.
- Bennedsen, M., Kongsted, H. C. & Nielsen, K. M. (2008). The causal effect of board size in the performance of small and medium-sized firms. *Journal of Banking & Finance*, 32(6), pp. 1098-1109.
- Berle Jr., A. A. & Means, G. C. (1932). *The modern corporation and private property*. Nueva York, NY / Chicago, Ill: Commerce Clearing House.
- Blair, M. M. (1995). *Ownership and control: Rethinking corporate governance for the twenty-first century*. Washington, D. C.: The Brooking Institution.
- Blundell, R. & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, 87(1), pp. 115-143.
- Bohren, Ø. & Ødegaard, B. A. (2001). *Corporate governance and economic performance in Norwegian listed firms*. Oslo: The Norwegian School of Management BI.
- Bojórquez Molina, J. A., López Aranda, L., Hernández Flores, M. H. & Jiménez López, E. (agosto, 2013). *Utilización del alfa de Cronbach para validar la confiabilidad de un instrumento de medición de satisfacción del estudiante en el uso del software Minitab*. Documento presentado al Eleventh LACCEI Latin American and Caribbean Conference for Engineering and Technology (LACCEI' 2013): Innovation in Engineering, Technology and Education for Competitiveness and Prosperity. Cancún.
- Breusch, T. S. & Pagan, A. R. (1980). The Lagrange Multiplier Test and its applications to model specification in econometrics. *The Review of Economic Studies*, 47(1), pp. 239-253.

- Bukair, A. A. & Rahman, A. A. (2015). Bank performance and board of directors attributes by Islamic banks. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*, 8(3), pp. 291-309.
- Burneo Farfán, K. & Lizarzaburu, E. R. (2016). Gobierno corporativo en mercados emergentes: impacto en la Bolsa de Valores de Lima (BVL). *Globalización, Competitividad y Gobernabilidad*, 10(3), pp. 57-119.
- Cai, J., Garner, J. L. & Walkling, R. A. (2009). Electing directors. *The Journal of Finance*, 64(5), pp. 2389-2421.
- Dawson, J., Kersley, R. & Natella, S. (2013). *The CS Gender 3000: The reward for change*. Zurich: Research Institute, Credit Suisse.
- Deloitte. (2012). *La responsabilidad corporativa: factor estratégico para el crecimiento económico. Las empresas opinan*. Quito: Deloitte.
- Dhar, S. & Bakshi, A. (2015). *Impact of corporate governance on profitability of banks: A study on listed Indian banks*. Kolkata, West Bengal: Bengal Institute of Business Studies.
- Erhardt, N. L., Werbel, J. D. & Shrader, Ch. (2003). Board of director diversity and firm financial. *Corporate Governance: An International Review*, 11(2), pp. 102-111.
- Escobar Váquiro, N., Benavides Franco, J. & Perafán Peña, H. F. (2016). Gobierno corporativo y desempeño financiero: conceptos teóricos y evidencia empírica. *Cuadernos de Contabilidad*, 17(43), pp. 203-254.
- Ezzamel, M. & Watson, R. (1993). Organizational form, ownership structure and corporate performance: A contextual empirical analysis of UK companies. *British Journal of Management*, 4(3), pp. 176-191.
- Fama, E. F. & Jensen, M. C. (1983). Separation of ownership and control. *The Journal of Law and Economics*, 26(2), pp. 301-325.
- Farinati, E. (2013). El gobierno corporativo en las entidades financieras. En: Universidad Argentina de la Empresa (UAE) & Cámara Argentina de Sociedades Anónimas, *XII Congreso Argentino de Derecho Societario – VIII Congreso Iberoamericano de Derecho Societario y de la Empresa* (pp. 42-53). Buenos Aires: UAE.
- Filatotchev, I., Lien, Y-Ch. & Piesse, J. (2005). Corporate governance and performance in publicly listed, family-controlled firms: Evidence from Taiwan. *Asia Pacific Journal of Management*, 22(3), pp. 257-283.

- Forbes, D. P. & Milliken, F. J. (1999). Cognition and corporate governance: Understanding boards of directors as strategic decision-making groups. *The Academy of Management Review*, 24(3), pp. 489-505.
- Freeman, R. E. & Reed, D. L. (1983). Stockholders and stakeholders. A new perspective on corporate governance. *California Management Review*, 25(3), pp. 88-106.
- Friedman, M. (13 de septiembre de 1970). The social responsibility of business is to increase its profits. *The New York Times Magazine* (Nueva York, NY), pp. 32-33, 122-124.
- Garay, U. & González, M. (2008). Corporate governance and firm value: The case of Venezuela. *Corporate Governance: An International Review*, 16(3), pp. 194-209.
- Getahun, K. (2013). *Corporate governance mechanism. Impact on performance of Ethiopian commercial banks* (tesis de maestría en Administración de Negocios en Finanzas). Addis Abeba: Addis Ababa University.
- Ghayad, R. (2008). Corporate governance and the global performance of Islamic banks. *Humanomics*, 24(3), pp. 207-216.
- Gillian, S. L. (2006). Recent developments in corporate governance: An overview. *Journal of Corporate Finance*, 12(3), pp. 381-402.
- Gompers, P. A., Ishii, J. L. & Metrick, A. (2003). Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), pp. 107-155.
- Goodstein, J., Gautam, K. & Boeker, W. (1994). The effects of board size and diversity on strategic change. *Strategic Management Journal*, 15(3), pp. 241-250.
- Greene, W. & McKenzie, C. (2012). *LM Tests for Random Effects* (Working Papers 12-14). Nueva York, NY: Department of Economics, Leonard N. Stern School of Business, New York University.
- Greene, W. H. (2008). *Econometric Analysis* (6.<sup>a</sup> ed.). Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.
- Gujarati, D. N. (2004). *Basic econometrics* (4.<sup>a</sup> ed.). Nueva York, NY: McGraw-Hill.
- Gutiérrez Urriaga, M. & Sáez, M. I. (2012). El mito de los consejeros independientes. *Revista para el Análisis del Derecho*, 2, pp. 1-44.



- Hermalin, B. E. & Weisbach, M. S. (2003). Boards of directors as an endogenously determined institution: A survey of the economic literature. *FRBNY Economic Policy Review*, 9(1), pp. 7-36.
- Hermalin, B. E. & Weisbach, M. S. (2007). *Transparency and corporate governance* (NBER Working Paper n.º 12875). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Hill, C. W. L. & Jones, T. M. (1992). Stakeholder-agency theory. *Journal of Management Studies*, 29(2), pp. 131-154.
- Hummels, H. (1998). Organizing ethics: A stakeholder debate. *Journal of Business Ethics*, 17(13), pp. 1403-1419.
- Huse, M. (2007). *Boards, governance and value creation. The human side of corporate governance*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Iannotta, G., Nocera, G. & Sironi, A. (2007). Ownership structure, risk and performance in the European banking industry. *Journal of Banking & Finance*, 31(7), 2127-2149.
- Indacochea C., A. (1992). *Finanzas en inflación* (5.ª ed.). Lima: edición del autor.
- Indacochea, A. (2013). *Una propuesta para mejorar las prácticas de gobierno corporativo en el Perú*. Lima: Centrum, Pontificia Universidad Católica del Perú (PUCP).
- Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI). (2017). *Panorama de la economía peruana 1950-2016. Año base 2007*. Lima: INEI.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp. 305-360.
- Jimeno, F. J. & Redondo, M. (noviembre, 2008). *Efectos sobre los ratios financieros de la diversidad de género en los consejos de administración de empresas españolas*. Trabajo presentado en el 1.º Workshop sobre Diversidad, Género, Gobernanza y Contabilidad. Sevilla.
- Juras, P. E. & Hinson, Y. L. (2008). Examining the effect of board characteristics on agency costs and selected performance measures in banks. *Academy of Banking Studies Journal*, 7(1-2), pp. 87-107.
- Keasey, K., Thompson, S. & Wright, M. (1997). *Corporate governance: Economic, management, and financial issues*. Oxford: Oxford University Press.

- Kiel, G. & Nicholson, G. (2002). *Boards that work: A new guide for directors*. Sydney: McGraw Hill.
- Lin, X. & Zhang, Y. (2009). Bank ownership reform and bank performance in China. *Journal of Banking & Finance*, 33(1), pp. 20-29.
- Montero Granados, R. (2011). *Efectos fijos o aleatorios: test de especificación* (Documentos de Trabajo en Economía Aplicada). Granada: Universidad de Granada.
- Mujica F., A. J. (2000). Estructura de costos y rentabilidad de la banca comercial venezolana. *Revista de Ciencias Sociales*, VI(3), pp. 375-378.
- Niu, J. (2012). Corporate governance and bank profitability: Evidence from the U. S. *Corporate Ownership & Control*, 9(2), pp. 206-215.
- Noland, M., Moran, T. & Kotschwar, B. R. (2016). *Is gender diversity profitable? Evidence from a global survey* (Working Paper Series n.º 16-3). Washington, D. C.: Peterson Institute for International Economics.
- Ongore, V. O., K'Obonyo, P. O., Ogotu, M. & Bosir, E. M. (2015). Board composition and financial performance: Empirical analysis of companies listed at the Nairobi Securities Exchange. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 5(1), pp. 23-43.
- Organización Internacional del Trabajo (OIT). (2015). *La mujer en la gestión empresarial: cobrando impulso. Informe Mundial*. Ginebra: OIT.
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE). (2002). *Principios de la OCDE para el gobierno de sociedades*. Buenos Aires: OCDE.
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE / OECD). (agosto, 2004). Policy brief. The OECD Principles of Corporate Governance. *OECD Observer* (París), pp.1-8.
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE). (2016). *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20*. París: OCDE.
- Oviedo, H. C. & Campo Arias, A. (2005). Aproximación al uso del coeficiente alfa de Cronbach. *Revista Colombiana de Psiquiatría*, XXXIV(4), pp. 572-580.
- Oviedo Vidal, F. (2001). *Los derechos de voto y el derecho a votar: el caso peruano*. Ponencia presentada en The Second Meeting of the Latin American Corporate Governance Roundtable Shareholder Rights and Equitable Treatment. Buenos Aires: OECD / Banco Mundial.

- Perry, P. (1992). Do banks gain or lose from inflation? *Journal of Retail Banking*, 14(2), pp. 25-30.
- Pfeffer, J. (1972). Size and composition of corporate boards of directors: The organization and its environment. *Administrative Science Quarterly*, 17(2), pp. 218-229.
- Pucheta Martínez, M. C. & Sánchez Pueyo, P. (2013). Relación entre la diversidad de género y la rentabilidad económica de las empresas del IBEX 35. *La ventana. Revista de Estudios de Género*, IV(38), pp. 331-371.
- Renneboog, L. D. R. (1999). *Ownership, managerial control and the governance of companies listed on the Brussels Stock Exchange* (Discussion Paper n.º 1999-63). Tilburgo: Center for Economic Research, Tilburg University.
- Rodríguez, M. (2015). Aprovechamiento de gastos financieros netos pendientes de deducir en el seno de grupos fiscales. *Blog Zona Deloitte Legal* (en línea). Recuperado de <http://www.aranzadi.es/sites/aranzadi.es/files/creatividad/Deloitte/Numero23/articulo1.html>
- Rogers, M. (2005). *Corporate governance and financial performance of selected commercial banks in Uganda*. Belfast: Queen's University.
- Sánchez, J. P. (2002). Análisis de rentabilidad de la empresa. *5campus.com. Análisis contable* (en línea). Recuperado de <http://www.5campus.com/leccion/anarenta>
- Sheytanova, T. (2004). *The accuracy of the Hausman test in panel data: A Monte Carlo study*. Örebro: Örebro University.
- Siddiqui, A. (2008). Financial contracts, risk and performance of Islamic banking. *Managerial Finance*, 34(10), pp. 680-694.
- Sinkey, J. F. (2002). *Commercial bank financial management in the financial-services industry* (6.ª ed.). Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall.
- Smallman, C. (2004). Exploring theoretical paradigm in corporate governance. *International Journal of Business Governance and Ethics*, 1(1), pp. 78-94.
- Staikouras, C. & Wood, G. E. (2004). The determinants of European bank profitability. *International Business & Economics Research Journal*, 3(6), pp. 57-68.
- Stock, J. H. & Watson, M. W. (2012). *Introducción a la econometría* (3.a ed.). Madrid: Pearson Educación.

- Sufian, F. (2011). Profitability of the Korean banking sector: Panel evidence on bank-specific and macroeconomic determinants. *Journal of Economics and Management*, 7(1), pp. 43-72.
- Sufian, F. & Habibullah, M. S. (2010). Assessing the impact of financial crisis on bank performance, empirical evidence from Indonesia. *ASEAN Economic Bulletin*, 27(3), pp. 245-262.
- Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (2011). *Evolución del sistema financiero. A diciembre de 2010*. Lima: SBS.
- Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (2014). *Evolución del sistema financiero. A diciembre de 2013*. Lima: SBS.
- Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS). (2017). *Evolución del sistema financiero. A diciembre de 2016*. Lima: SBS.
- Superintendencia del Mercado de Valores (SMV). (2013). *Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas*. Lima: SMV.
- Superintendencia del Mercado de Valores (SMV). (2016). *Información estadística del Reporte sobre el cumplimiento del Código de Buen Gobierno Corporativo para las Sociedades Peruanas*. Lima: SMV.
- Tàpies, J. (2015). El consejo de administración y el comité ejecutivo: ¿qué les une y qué les diferencia? *Blog IESE* (en línea). Recuperado de <https://blog.iese.edu/empresafamiliar/2015/el-consejo-de-administracion-y-el-comite-ejecutivo/>
- Torres, F. & García, O. (2015). *Protección de accionistas minoritarios: tutela en la entrega de acciones, dividendos y demás derechos*. Recuperado de [http://aempresarial.com/servicios/revista/318\\_41JDWBFGMTRHLKSPYBBIVLSEWVFZHBXUJHYFIEMVXDDJNVYMWAUS.pdf](http://aempresarial.com/servicios/revista/318_41JDWBFGMTRHLKSPYBBIVLSEWVFZHBXUJHYFIEMVXDDJNVYMWAUS.pdf)
- Torres-Reyna, O. (2007). *Panel data analysis fixed and random effects using Stata (v. 4.2)*. Princeton, NJ: Princeton University.
- Van den Berghe, L. A. A. & Levrau, A. (2004). Evaluating Boards of directors: What constitutes a good corporate board? *Corporate Governance and International Review*, 12(4), pp. 461-478.
- You, V., Caves, R., Smith, M. & Henry, J. (1986). "Mergers and bidder's" wealth: Managerial and strategic factors. En L. G. Thomas III, *The economics of strategic planning. Essays in honor of Joel Dean* (pp. 201-221). Lexington, KY: Lexington Books.

## Sobre los autores

### **René CORNEJO DÍAZ**

rcornejo@esan.edu.pe

Profesor ordinario de posgrado en la Universidad ESAN. Dicta cursos de estrategia, finanzas, costos y gestión pública. Doctor (Ph. D.) en Management Sciences (Finanzas) por la Esade Business School (Universidad Ramon Llull, Barcelona), MBA de ESAN, magíster en Derecho de la Empresa por la PUCP e ingeniero mecánico electricista de la Universidad Nacional de Ingeniería. Egresado de la Maestría en Matemáticas Aplicadas con mención en Procesos Estocásticos y del diploma de posgrado en Gestión de la Producción en la PUCP, así como con estudios de posgrado en Finanzas en la UCLA. Ha dirigido Fonafe; ProInversión; Fondo MiVivienda; el Ministerio de Vivienda, Construcción y Saneamiento; y la Presidencia del Consejo de Ministros. Ha concebido, estructurado y promovido proyectos de infraestructura en el Perú y en el extranjero. Ha sido director en empresas privadas y públicas en los sectores eléctrico, consultoría, transporte, tecnología y construcción. Consultor de organismos internacionales: Cepal, BID, CAF y Fondo del Milenio en gestión pública y proyectos de infraestructura. Consultor de empresas en estrategia, gestión pública, financiamiento corporativo y estructuración de proyectos de infraestructura e inmobiliarios.

### **José DÁVILA GARCÍA**

jdavilag@esan.edu.pe

Maestro en Finanzas con mención en Estructuración y Mercado de Capitales por la Universidad ESAN y economista por la Universidad Nacional Agraria La Molina. Curso de Especialización en Finanzas en la Escuela Superior de Administración y Dirección de Empresas (Esade), Barcelona. Se ha desempeñado en diferentes posiciones del área financiera en empresas del sector público como Cofide, Petroperú y Agrobanco, y en empresas del sector privado. Es asesor de empresas y consultor en temas de finanzas. Más de diez años de experiencia profesional en áreas financieras de empresas financieras, de energía y de servicios. Ha participado en procesos de valorización de empresas, evaluación de planes de negocio y evaluación de proyectos.

**Peggy BENAVENTE GÁLVEZ**

Peggy.benavente@gmail.com

Maestra en Finanzas con mención en Banca y Estructuración Financiera por la Universidad ESAN y contadora pública por la Universidad Inca Garcilaso de la Vega. Curso de especialización en Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) en la Pontificia Universidad Católica del Perú, diplomado en Gestión en Hidrocarburos en la Universidad ESAN, programa de Tributación (Cámara de Comercio de Lima) en curso. Trabaja como analista de Contabilidad en el Fondo Nacional de Financiamiento de la Actividad Empresarial del Estado (Fonafe).

**Javier CARBAJAL GALARZA**

djcarbajal@pucp.edu.pe

Maestro en Finanzas con mención en Banca de Inversión y Estructuración Financiera por la Universidad ESAN y economista por la Universidad Nacional Mayor de San Marcos. Estudios en la Maestría en Gobierno y Políticas Públicas de la PUCP y en Administración de Empresas en la Universidad de Lima. Pasante en Nacional Financiera de México, Instituto de Crédito Oficial de España y Banco de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) de Brasil. Economista principal del área de Estudios Económicos de la Asociación Latinoamericana de Instituciones Financieras para el Desarrollo (Alide). Integrante de la Asociación de Economía de América Latina y el Caribe (Lacea).

**Carolina ECHE HERRERA**

cecheh@gmail.com

Maestra en Finanzas con mención en Banca de Inversión y Estructuración Financiera por la Universidad ESAN y economista por la Universidad Nacional Mayor de San Marcos. Ha cursado diversos posgrados: Diplomado en Gestión Financiera (Instituto San Ignacio de Loyola), Programa de Especialización en Gestión Integral de Riesgos (Universidad del Pacífico) y Programa de Especialización para Ejecutivos en Gestión de Créditos y Cobranzas (Universidad ESAN).

Creada para reflexionar sobre el Perú y sus posibilidades, la serie Gerencia para el Desarrollo comprende estudios y propuestas orientados a la generación de capacidades gerenciales para que los gestores públicos y privados conciban el desarrollo como un proceso sostenido de prosperidad y definan políticas idóneas. Cubre una amplia gama temática de carácter multidimensional, desde el fortalecimiento de capacidades institucionales en la gestión pública, que permita superar la lectura de corto plazo y aprovechar las oportunidades de la descentralización, hasta proyectos en los que se privilegie la construcción de visiones compartidas entre Estado, empresa y sociedad, capaces de movilizar los capitales sociales de una sociedad democrática.

**Gerencia para el Desarrollo 79**

ISBN: 978-612-4437-00-7



9 786124 437007