



Año 23 No. 81

Enero - Marzo 2018

Revista Venezolana de Gerencia



UNIVERSIDAD DEL ZULIA (LUZ)
Facultad de Ciencias Económicas y Sociales
Centro de Estudios de la Empresa

ISSN 1315-9984

Esta obra está bajo una licencia de Creative Commons
Reconocimiento-NoComercial-CompartirIgual 3.0 Unported.
http://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/3.0/deed.es_ES

Gobierno Corporativo y desempeño financiero de las empresas más importantes del mercado bursátil Chileno

Moraga, Hugo*
Ropero Eva**

Resumen

La presente investigación analiza el grado de adopción y homogeneidad de las prácticas de Gobierno Corporativo por las empresas más importantes del mercado bursátil chileno, representadas por las empresas que componen el Índice de Precios Selectivo de Acciones y si esta adopción afecta variables de desempeño financiero. También se ha dado continuidad y nuevos resultados a investigaciones previas (Silva, 2015; García, 2014; Moraga et al, 2015). Para el logro del objetivo se realizó un estudio descriptivo y se aplicaron herramientas estadísticas como el coeficiente de variación y pruebas no para métricas como Kruskal Wallis que estableció que existen diferencias significativas en la adopción de prácticas de Gobierno corporativo dependiendo si pertenecen al IPSA. Además se aplicó Rho de Spearman, que estableció que no existe relación significativa entre el grado de adopción y variables financieras como la Q de Tobin, la variable de rentabilidad y retorno sobre el patrimonio, independiente de su pertenencia al Índice de Precios Selectivo de Acciones.

Palabras clave: gobiernos corporativos, mercado bursátil, desempeño financiero.

Recibido: 08-09-17. Aceptado: 15-01-18

* Doctor en Economía y Empresas, Magister en Administración de Empresas, Contador Auditor, Profesor Escuela de Contador Auditor, Facultad de Economía y Negocios, Universidad Andrés Bello, Concepción (Chile). Teléfono: (+56 41) 2662260. E-mail: hmoraga@unab.cl

** Doctora en Economía, Departamento de Economía y Finanzas, Facultad de Ciencias Sociales y Comunicación, Universidad Europea, Madrid (España). Teléfono: (+34) 912115644. E-mail: eva.ropero@universidadeuropea.es

Corporate Governance and Financial Performance of the most important companies in the Chilean Stock Market

Abstract

This research analyzes the degree of adoption and homogeneity of Corporate Governance practices by the most important companies in the Chilean stock market, represented by the companies that make up the Selective Stock Price Index and whether this adoption affects performance variables financial. Continuity and new results were also made to previous research (Silva, 2015, García, 2014, Moraga et al, 2015). To achieve the objective, a descriptive study was carried out and statistical tools were applied, such as the coefficient of variation and non-parametric tests such as Kruskal Wallis, which established that there are significant differences in the adoption of corporate governance practices depending on whether they belong to the IPSA. In addition, Spearman's Rho was applied, which established that there is no significant relationship between the degree of adoption and financial variables such as Tobin's Q, the variable of return and return on equity, regardless of their membership to the Selective Stock Price Index.

Key words: corporate governments, stock market, financial performance.

1. Introducción

El tema de Gobierno Corporativo (en adelante GC), es un tema fundamental para el funcionamiento de los mercados capitales, el cual sufre problemas de información asimétrica que conducen a la falla del mercado (Agosin y Pastén, 2001:4), esto se ha visto reforzado por las crisis de desconfianza que viven diferentes mercados latinoamericanos producto de escándalos contables acaecidos en la última década, algunos excepcionalmente divulgados por su

entidad, como los de Enron (2001), WorldCom (2002), Xerox (2001), Merck (1999), Parmalat (2003), Tyco (2005), entre otros, han generado una creciente desconfianza de los inversionistas en relación con la relevancia y fiabilidad de la información contable (Martínez et al, 2013; Wheelen et al, 2007). Chile no ha quedado atrás, y ha debido enfrentar varios casos de corrupción de importantes empresas, entre los que se pueden mencionar: Caso La Polar (2011)¹, La colusión de las Farmacias (2008)², El cartel de los Pollos (2009)³,

- 1 La Polar, empresa del retail chilena, que planificó e implementó una estafa que alerto a la sociedad chilena. Sus directores y ejecutivos maquillaron la contabilidad de la empresa con el propósito de mostrar cifras azules en los balances financieros y así promover la compra de acciones del público, mientras ellos las liquidaban a buenos precios en el mercado (recuperado de <http://www.americaeconomia.com/analisis-opinion/la-polar-estafa-financiera-en-chile>, el 10.03.2017).
- 2 En diciembre del 2008, la Fiscalía Nacional Económica demandó a un conjunto de farmacias por colusión de precios, este caso corresponde a la adulteración fraudulenta de precios de más de 200 medicamentos por parte de las cadenas farmacéuticas Ahumada, Cruz Vede y Salcobrand, obteniendo beneficios por más de 41 millones de dólares.
- 3 En el cartel de los pollos, las empresas involucradas presuntamente ejecutaron el ilícito por más de 15 años (recuperado de http://www.larepublica.co/la-historia-del-cartel-del-pollo-en-chile-seg%C3%BAAn-fiscal%C3%ADa_341116, el 13.09.2016).

La Colusión del Confort (2015)⁴ y la reciente colusión de los pañales⁵ entre varias otras. Esto ha motivado la masificación en la adopción de normas ISO (Moraga y Morales, 2012) y otros estándares, además de los principios de Gobierno Corporativo impulsados por la OCDE (OCDE, 2004), la Guía del Global Reporting International (GRI) para el desarrollo de reportes de sostenibilidad, el incipiente Reporte Integrado <IR> e incluso las normas contables a través de la actual IFRS⁶, todo lo anterior con el objeto de dar un mayor grado de transparencia a los negocios.

Las tendencias descritas ha promovido el tema de GC en las empresas a nivel mundial así como en las compañías en Chile, otorgando un cierto grado de estandarización en diversas áreas de la economía, con el objetivo de poder clasificar, comparar y discernir entre las mejores opciones en el mercado (Silva, 2015:108), de tal forma de poder mantener los niveles de competencia entre los mercados de capitales y entregar los apropiados controles a inversionistas globales cada vez más involucrados en estos mercados (García, 2014:3).

A lo anterior se suma, la escasa investigación en torno al tema de GC tanto en Latinoamérica como en Chile,

lo que abre diversas dudas en relación a como se está implementando la adopción de este sistema con sus diferentes herramientas y mecanismos que tienen como objetivo resguardar y satisfacer los derechos y requerimientos de los *stakeholders*. Otra motivación que hace interesante el desarrollo de este tema, es el rol activo que ha tomado la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), exigiendo a las empresas chilenas, que divulguen en forma clara y explícita, su adopción de GC, a través de la emisión de la Norma de Carácter General (NCG) N°341, en el año 2012, la cual fue prontamente derogada, para aumentar el grado de detalle y divulgación a través de la nueva Norma de Carácter General N°385, sobre GC emitida el 08 de junio del 2015, por lo cual, la presente investigación se realiza sobre los primeros resultados, otorgando un mayor valor al trabajo realizado.

Por otra parte, el Índice de Precios Selectivos de acciones (en adelante IPSA), es descrito por la SVS en su página web⁷, como un indicador que considera las variaciones de precios de las 40 compañías más líquidas, o dicho de otra forma, con mayor presencia bursátil que cotizan en la Bolsa de Comercio de Santiago. La selección de las empresas que componen el IP

4 Dos grandes empresas CMPC y SCA ambas firmas celebraron y ejecutaron acuerdos que les permitieron mantener operativo una colusión a partir del año 2000 y al menos hasta diciembre de 2011, afectando el mercado nacional de comercialización mayorista de papel higiénico, toallas de papel, servilletas, pañuelos desechables y faciales en el canal de venta masivo, generando utilidades excesivas con este acuerdo (<http://www.latercera.com/noticia/colusion-de-papel-higienico-fiscalia-nacional-economica-presenta-requerimiento-por-colusion-contra-cmpc-y-sca/>, el 13.09.2016).

5 Colusión de pañales entre CMPC y Kimberly Clark, a través de acuerdos de alzas de precios, intercambios de información de alzas de precios, coordinación en la participación en actividades promocionales y acuerdos de posicionamientos relativos de precios que habrían afectado al negocio tissue y que se habrían alcanzado en relación con acuerdos que afectaron al negocio sanitario (recuperado de <http://www.emol.com/noticias/Economia/2016/12/20/836302/CMPC-reconoce-colusion-con-Kimberly-Clark-para-aumentar-los-precios-de-panales.html> el 13.09.2016).

6 Normativa Internacional de Información Financiera por sus siglas en inglés International Financial Reporting Standard (IFRS), que comenzaron su vigencia en el año 2009 en Chile.

7 Recuperado de <http://www.svs.cl/educa/600/w3-propertyvalue-734.html>, el 12.04.2017

se realiza trimestralmente. El índice se construye ponderando el patrimonio bursátil, que se refiere a la multiplicación de la cantidad de acciones emitidas por la empresa versus el valor en bolsa de dicha acción, ajustado por el *free-float*, que se refiere a las acciones que se encuentran en circulación, disponible para su compra y venta y que no considera las acciones que se encuentran en los grupos controladores.

Desde los inicios del IPSA en el año 1977, han sido diversos autores como Lefort y Walker, 2002; Silva, 2015:135; Alfaro y Silva, 2008; Terán y Molina, 2005, que han utilizado este indicador, como referente para realizar los más diversos análisis, básicamente porque reúne a las empresas más importantes del mercado bursátil chileno, así también ha sido utilizado para relacionar este indicador con la aplicación de RSE (Marin et al, 2012; Morales y Jarne, 2009) y con gobierno corporativo (Silva, 2015:276; García, 2014).

La presente investigación pretende realizar un análisis detallado de cómo ha sido el grado de adopción de prácticas de GC por parte de las empresas que componen el IPSA, que representan las empresas más importantes del mercado bursátil chileno, relacionando esta adopción con variables del tipo financiera.

La NCG N°385 emitida por la SVS, otorga nuevas oportunidades para una revisión de cómo las prácticas de GC han sido adoptadas por las principales empresas que participan en el mercado bursátil chileno y si existen diferencias significativas con aquellas compañías que no integran este indicador.

En base a esto se pretende lograr como objetivo general determinar

y analizar el grado de adopción y homogeneidad de las prácticas de GC implementadas por las empresas chilenas que componen el IPSA y si esta adopción se ve afectada por variables de desempeño financiero de las firmas en cuestión.

De acuerdo a lo anterior para la presente investigación se han planteado dos objetivos específicos, el primero de ellos dice relación con determinar el grado de adopción de los GC de las empresas que componen el IPSA y compararlo con aquellas empresas que no están consideradas dentro de dicho indicador y el segundo objetivo específico es analizar la existencia de diferencias significativas entre el grado de adopción de las prácticas de GC de las empresas que componen el IPSA y variables relacionadas con el desempeño financiero, versus aquellas que no componen dicho indicador.

En una primera instancia, se pueden establecer dos grandes características demográficas analizadas por autores, estas son tamaño y sector de dependencia (Moraga et al, 2015). En nuestra investigación se espera que al pertenecer todas las empresas al sector "grandes empresas", de acuerdo al criterio de ventas realizadas⁸, además que todas ellas cotizan sus acciones en la bolsa por lo cual deben dar fe pública de sus estados financieros a sus *stakeholders*, deberíamos esperar que exista un cierto grado de homogeneidad en la adopción de la norma.

Son diversos los estudios empíricos que relacionan el sector económico como factor explicativo de una mayor revelación de información sobre RSE, Moneva y Llana (2000), Archel y Lizarraga (2001), Da Silva y

8 Criterio otorgado por la Ley 20.416 en su artículo 2° del Ministerio de Economía de Chile.

Aibar (2011) y Calvo (2016), lo cual pueden dar un indicio de que suceda algo similar con los estudios que relacionan el grado de adopción de GC con el sector de pertenencia entre los que se destacan autores como Rejón (2011), Moraga et al, (2015) y Lagos (2013).

Para alcanzar los objetivos generales y específicos de esta investigación, estableceremos dos grandes grupos, compuesto por el total de las empresas que cotizan sus acciones en la Bolsa de Santiago que no componen el IPSA y el otro grupo, compuesto por las empresas que pertenecen al indicador IPSA, lo que nos lleva a plantear las siguientes hipótesis:

H₁: Existe dependencia en el grado de adopción de las prácticas de gobierno corporativo y el sector o subsector económico.

H₂: El grupo de empresas que componen el IPSA mantiene un mayor grado de **homogeneidad** en el grado de adopción de las prácticas de gobiernos corporativos que aquellas empresas que no componen dicho indicador.

H₃: Existen diferencias significativas en el grado de adopción de prácticas de GC entre las empresas que componen el IPSA y las empresas que no pertenecen a dicho indicador.

También la pertenencia a un indicador como el IPSA, ha sido utilizado por diversos autores como Correa-García et al, 2016; Lefort y Walker, 2002; Silva, 2015; Alfaro y Silva, 2008; García, 2014; Terán y Molina, 2005, para contrastar diversas hipótesis, algunas de ellas relacionados con indicadores económicos y financieros ya que este indicador está conformado por entidades que presentan diversas características en común, las cuales pueden ser consideradas como variables explicativas para ciertos resultados. Los anteriores

conceptos inspiran la formulación de la siguiente hipótesis:

H₄: Las empresas que componen el IPSA obtienen un mayor grado de correlación con las variables financieras en comparación a aquellas empresas que no componen el IPSA.

Para dar cumplimiento a los objetivos y validar nuestras hipótesis, se procedió a utilizar una metodología que consistió en crear y analizar una base de datos compuesta por las sociedades cotizadas en la Bolsa de Valores de Chile en el año 2015, las cuales están obligadas a inscribirse en la SVS. Para la selección de las entidades objeto de estudio, se ha tenido en cuenta que dieran respuesta a lo solicitado por la NCG N°385 emitida por la SVS.

El total de empresas que respondieron el cuestionario, exigido por la NCG N°385, corresponde a 197 instituciones, de las cuales 159 cotizan sus acciones en la Bolsa de Comercio de Santiago habitualmente, entre las que se encuentran 35 de las 40 entidades que componen el IPSA, esto debido a que 5 de ellas son instituciones financieras que están bajo la supervisión de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Para obtener las respuestas al cuestionario exigido por la NCG N°385, se debió ingresar a la página web de la SVS, posteriormente se buscó cada una de las empresas que componen la investigación, accedimos al apartado "Prácticas de Gobiernos Corporativos" y tabulamos las respuestas al cuestionario aportado por estas empresas para el año 2015 a una planilla Excel. Las respuestas consideran las 99 consultas realizadas por la NCG N°385, para luego ser traspasada al programa estadístico SPSS v24, se debe considerar que el formulario contiene respuestas dicotómicas SI o NO, a las

cuales se les asignaron los valores uno (1) para la respuesta SI y cero (0) para la respuesta NO.

Una vez tabulada las respuestas de las instituciones, se procedió a confeccionar un **Indicador de Adopción**

de Gobierno Corporativo por Empresa (IAGCEX) para lo cual se sumaron las respuestas de cada empresa a las 99 preguntas de cada una de las cuatro secciones que conforman el cuestionario, aplicándose la siguiente ecuación:

$$\text{IAGCEX} = (\text{RAS}_1) * 0,52 + (\text{RAS}_2) * 0,22 + (\text{RAS}_3) * 0,22 + (\text{RAS}_4) * 0,04 \quad (1)$$

Donde

RAS_xi = Es el promedio de las respuestas positivas a las preguntas que conforman cada una de las 4 secciones del cuestionario.

En cuanto a las herramientas utilizadas, estas fueron pruebas para determinar la normalidad (Kolmogorov-Smirnov) para posteriormente calcular el coeficiente de variación (CV) que nos servirá para determinar la homogeneidad interna de cada uno de los sectores y subsectores económicos en que está dividida nuestra base de datos.

Posteriormente, se determinó el grado de homogeneidad entre los dos grupos (los que pertenecen al IPSA y aquellas que no están incluidas en el indicador) para lo cual se utilizó la prueba estadísticas Kruskal Wallis, de esta forma se examinaron y dieron respuesta a nuestras hipótesis, logrando también dar continuidad a investigaciones previas sobre el tema que buscaban herramientas de análisis y comparación en torno a la transparencia y el buen gobierno como del autor Díaz (2007).

2. Ratios Financieros: Aspectos teóricos

Las investigaciones previas sobre la adopción de GC han relacionado varios factores económicos, dentro de los que destacan índices de solvencia, rendimiento financiero como ROE

(returnonequity) y ROA (returnonassets) en estas últimas, la variable ingresos operacionales, tiene una destacada participación, autores como Hawas yTse, (2016); Krafft et al, (2013), relacionan esta variable con el comportamiento del consumidor, debido a que es sensible a la percepción que tiene el consumidor del comportamiento responsable de la empresa. Por otra parte, existen otros autores como García (2014), Díaz (2007), Burneo y Lizaraburu (2016), Rejón (2011) y Wang (2015), que coinciden en medir el desempeño económico, con variables de mercado, entre ellas el resultado de la empresa, el valor accionario y la Q de Tobin, que relaciona el valor de mercado de la acción con el valor libro de la misma, ambas ponen en el centro del análisis al inversionista.

2.1. El Modelo de Valoración de la Q deTobin

La Q de Tobin (Tobin, 1969) se basa en una teoría del financiamiento de la inversión a través de la Bolsa de Valores que fue publicada por James Tobin en el Journal of Money Credit and Banking (Casas et al, 2011).

El modelo de la Q de Tobin, puede ser definido como el ratio entre el valor de mercado asignado a todos los activos de una firma, considerando los de carácter intangible, como por ejemplo, el potencial de crecimiento, calidad de gestión, poder de mercado, entre otros, versus su costo de reposición. Sin embargo, existen variantes metodológicas para estimar este ratio (Burneo y Lizarzaburu, 2016:66)

Según los autores Montoro y Navarro (2010:39), la metodología más adecuada y empleable en términos de calcular el potencial de rendimiento que tiene la economía, es la de Chung y Pruitt (1994), el modelo que emplearon como base fue modificado tomando en cuenta una forma aún más sencilla, la misma que se expresa como simplemente el cociente del valor de mercado de la empresa, como ya se ha explicado anteriormente este concepto se puede obtener por medio de la capitalización bursátil de la entidad en el mercado y del valor en libros de la totalidad de activos de una empresa. Para Montoro y Navarro (2010:40) la Q de Tobin aplicable se expresa de la siguiente manera:

$$Q \text{ simple} = \frac{VM(AC)}{VL(TA)} \quad (2)$$

2.2. Margen de rentabilidad neta de las empresas

Se puede describir la utilidad neta de una empresa, como la utilidad

(pérdida) neta presentada en el Estado de Resultado correspondiente a un período en particular, cabe señalar que la utilidad neta no constituye un buen proxy de la capacidad de generación de flujos de efectivo de un negocio, ya que se ve afectada por la deducción de gastos contables tales como: depreciación del activo fijo, amortización del activo intangible, amortización menor valor de inversiones, diferencias de tipo de cambio y amortización mayor valor de inversiones. Además, la utilidad neta se ve afectada por flujos de ingresos y egresos que tienen un carácter transitorio como, por ejemplo, otros ingresos fuera de la explotación, otros egresos fuera de la explotación, diferencias de tipo de cambio e ítems extraordinarios. Finalmente, la utilidad del período se calcula de acuerdo al principio de devengado, lo que constituye una diferencia fundamental con el flujo de efectivo (Cornejo y Díaz, 2016:38).

Para la investigación, la utilidad neta será utilizada en dos aspectos, la primera dice relación con la utilidad neta generada por las empresas cotizadas durante el año 2015, que se obtiene del Estado de Resultado presentado a la SVS, y que será representado como el cociente entre la utilidad neta del ejercicio sobre el ingreso operacional neto de la entidad (Sanz, 2002:145), la segunda forma de utilización de esta variable, se refiere a determinar la variación de la misma entre los periodos 2015 y 2016, como se explica en las siguientes formulas:

$$\text{Margen de Rentabilidad Neta} = \frac{\text{Resultado de explotación}}{\text{Ventas netas}} \quad (3)$$

$$\text{Variación rentabilidad} = \frac{\text{Resultado de explot. 2016} - \text{Resultado de explot. 2015}}{\text{Resultado de explotación 2015}} \quad (4)$$

Resultado de explotación 2015

2.3. La rentabilidad sobre el patrimonio (ROE)

La rentabilidad financiera o rentabilidad sobre el patrimonio, más conocido como ROE por sus siglas en inglés *Return on Equity*, relaciona el beneficio económico con los recursos necesarios para obtener la ganancia. Para nuestra investigación hemos considerado el ratio de la rentabilidad financiera según lo descrito por (Sanz, 2002:145) quien describe el ratio como el cociente entre el beneficio después de impuestos y el patrimonio neto:

$$\text{Rentabilidad sobre el patrimonio} = \frac{\text{Beneficio Neto}}{\text{Patrimonio Neto}} \quad (5)$$

3. Grado de adopción de gobiernos corporativos y relación con su desempeño financiero

En la tabla 1 se puede observar el porcentaje de empresas que respondió afirmativamente las preguntas referidas a la adopción de las políticas y prácticas de gobierno corporativo, que exigen las cuatro secciones de la NCG N°385. Además del Indicador de Adopción de Gobierno Corporativo por sector y por Subsector, que se diseñó en la presente investigación.

En la tabla 1 se ha detallado el grado de adopción de las empresas que participan del mercado bursátil que no componen el IPSA y que han dado respuesta al cuestionario solicitado por la NCG N° 385 y en la tabla 2, se detalla aquellas empresas que componen el IPSA. En las cuatro secciones que se divide la norma, podemos apreciar que existen un mayor grado de adopción por las empresas que componen el IPSA.

La tabla 1 muestra el grado de adopción general de las 124 empresas consideradas en esta primera parte de la investigación, el cual alcanza a un 32,4%,

Tabla 1
Adopción de Gobierno Corporativo empresas No IPSA

Grado de adopción No IPSA			52%	22%	22%	4%	100%
Sector	Subsector	N General	Área I	Área II	Área III	Área IV	Total Subsector
agropecuario	Agricultura, ganadería, caza y silvicultura	6	36,6%	25,0%	38,6%	0,0%	33,0%
agropecuario	Explotación de minas y canteras	6	21,9%	30,3%	30,3%	16,7%	25,4%
agropecuario	Pesca	9	20,5%	23,2%	27,8%	5,6%	22,1%
industrial	Construcción	7	31,9%	28,6%	45,5%	3,6%	33,0%
industrial	Industrias manufactureras metalúrgicas	7	45,4%	39,0%	45,5%	14,3%	42,7%
industrial	Industrias manufactureras no metálicas	23	35,0%	29,6%	34,2%	7,6%	32,5%
industrial	Suministro de Electricidad, Gas y Agua	13	21,7%	25,9%	45,5%	0,0%	27,0%
servicio	Act. inmobiliarias, empresariales y de alquiler	4	31,9%	23,9%	14,8%	0,0%	25,0%
servicio	Adm. pública y defensa	2	56,9%	43,2%	77,3%	12,5%	56,6%
servicio	Comercio al por mayor o menor	8	37,5%	30,7%	52,3%	0,0%	37,8%
servicio	Hoteles y restaurantes	2	24,5%	29,5%	15,9%	0,0%	22,7%
servicio	Intermediación financiera	14	23,5%	18,2%	15,3%	3,6%	19,7%
servicio	Otras actividades de servicios	11	34,8%	20,7%	28,9%	11,4%	29,4%
servicio	Servicios sociales y de salud	5	20,0%	16,4%	23,6%	5,0%	19,4%
servicio	Transporte, almacén y comunicaciones	7	46,2%	39,6%	52,6%	14,3%	44,9%
Total general		124	32,6%	28,2%	36,5%	6,3%	30,2%

Fuente: elaboración propia

Tabla 2
Adopción de Gobierno Corporativo empresas IPSA

Grado de adopción IPSA		52%	22%	22%	4%	100%	
Sector	Subsector	N Ipsa	Área I	Área II	Área III	Área IV	Total Subsector
agropecuario	Agricultura, ganadería, caza y silvicultura	2	35,3%	50,0%	54,5%	0,0%	41,4%
agropecuario	Explotación de minas y canteras	1	23,5%	13,6%	0,0%	0,0%	15,2%
agropecuario	Pesca	0					
industrial	Construcción	1	72,5%	40,9%	68,2%	0,0%	61,6%
industrial	Industrias manufactureras metalicas	2	78,4%	75,0%	63,6%	50,0%	73,2%
industrial	Industrias manufactureras no metálicas	7	38,9%	44,2%	44,8%	7,1%	40,1%
industrial	Suministro de Electricidad, Gas y Agua	8	34,8%	35,8%	39,2%	0,0%	34,6%
servicio	Act. inmobiliarias, empresariales y de alquiler	1	52,9%	59,1%	36,4%	0,0%	48,5%
servicio	Adm. pública y defensa	2	34,3%	43,2%	56,8%	50,0%	41,9%
servicio	Comercio al por mayor o menor	4	27,9%	38,6%	55,7%	6,3%	35,6%
servicio	Hoteles y restaurantes	0					
servicio	Intermediación financiera	1	49,0%	40,9%	63,6%	0,0%	48,5%
servicio	Otras actividades de servicios	1	21,6%	18,2%	31,8%	0,0%	22,2%
servicio	Servicios sociales y de salud	1	62,7%	22,7%	68,2%	0,0%	52,5%
servicio	Transporte, almac. y comunicaciones	4	35,3%	28,4%	51,1%	0,0%	35,9%
Total general		35	43,6%	39,3%	48,8%	8,7%	40,1%

Fuente: Elaboración propia

medido a través de los 15 subsectores y los 3 sectores económicos, establecidos por la SVS. Esto demuestra una baja, en relación a los resultados obtenidos por autores como Moraga et al. (2015) en su investigación con la norma precursora NCG N° 341 enfocada en el mismo tema, donde concluyeron un grado de adopción total equivalente al 57%.

Por otra parte, el grado de adopción de un 40,1% entre las 35

empresas que componen el IPSA alcanzando, según el detalle que hemos realizado en la tabla 2.

3.1. Análisis de la homogeneidad por sector económico

En relación al grado de adopción de GC por sector económico, hemos realizado un análisis descriptivo que se resume en la tabla 3.

Tabla 3
Homogeneidad por sector económico

Adopción Sector	General				IPSA			
	N	Desviación estándar	Media	CV	N	Desviación estándar	Media	CV
Agropecuario	21	15,4626	25,9048	59,69%	3	26,633	32,333	82,37%
Industrial	51	17,1409	32,2941	53,08%	16	20,630	43,125	47,84%
Servicio	52	23,5648	29,2692	80,51%	16	15,687	37,750	41,55%
Total	124	19,8451	29,9435	66,27%	35	18,712	39,743	47,08%

Fuente: Elaboración propia

La tabla 3 muestra un resumen estadístico por sector de pertenencia, tanto para el general de empresas que cotizan sus acciones como para las empresas que componen el IPSA, considerando el Coeficiente de Variación (CV) como la medición que determina homogeneidad o heterogeneidad de los datos. En este caso, para el grupo compuesto por las empresas que no pertenecen al IPSA, el CV total del grupo es de 62,19%, en que cada uno de los tres grupos obtiene un CV superior a un 50%, por lo que se deduce, que los sectores de pertenencia -agropecuario, industrial y servicio- son heterogéneos internamente. Este grado de heterogeneidad de los datos disminuye cuando aplicamos los mismos estadísticos descriptivos al grupo conformado solo por las empresas del IPSA obteniendo un 47,08%, el cual si bien es menor al 62,19% obtenido por todas las empresas, podemos seguir considerándolo alto en comparación a estudios anteriores que lo establecen en

menor al 20% (Moraga et al, 2015:35).

Dicho de otra forma, los tres grupos económicos que componen la investigación presentan una alta dispersión de sus datos, lo que nos permite concluir que el sector económico de pertenencia no es un factor preponderante para establecer un grado de adopción mayor en una institución cotizada en bolsa.

Otra de las preguntas a las cuales esta investigación desea dar respuesta, es al comportamiento u homogeneidad de los subsectores establecidos por la SVS, para lo cual realizaremos el mismo procedimiento, pero esta vez a los quince subsectores que componen la base de investigación. Los resultados se reflejan en la siguiente tabla 4.

A través de la tabla 4 podemos establecer que de los 15 subsectores económicos que componen el grupo general de las empresas que cotizan, solo el subsector "Hoteles y Restaurantes" puede ser considerado homogéneo, por

Tabla 4
Homogeneidad por subsector económico

Sector	Subsector	Grupo Sin IPSA				Grupo IPSA			
		Q	Desviación estándar	Media	CV	Q	Desviación estándar	Media	CV
agropecuario	Agricultura, ganadería, caza y silvicultura	6	24,509	32,67	75,03%	2	31,113	41,00	75,88%
agropecuario	Explotación de minas y canteras	6	13,438	25,17	53,39%	1		15,00	N/A
agropecuario	Pesca	9	7,524	21,89	34,37%	0			N/A
industrial	Construcción	7	11,912	32,71	36,41%	1		61,00	N/A
industrial	Ind. manufactureras metálicas	7	24,295	42,29	57,45%	2	28,991	72,50	39,99%
industrial	Ind. manufactureras no metálicas	23	18,962	32,22	58,86%	7	21,461	39,71	54,04%
industrial	Sum. de Electricidad, Gas y Agua	13	9,302	26,77	34,75%	8	14,840	34,25	43,33%
servicio	Act. Inmobiliarias	4	19,619	24,75	79,27%	1		48,00	N/A
servicio	Adm. pública y defensa	2	15,556	56,00	27,78%	2	26,163	41,50	63,04%
servicio	Comercio al por mayor o menor	8	22,354	37,38	59,81%	4	14,523	35,25	41,20%
servicio	Hoteles y restaurantes	2	2,121	22,50	9,43%	0			N/A
servicio	Intermediación financiera	14	18,509	19,50	94,92%	1		48,00	N/A
servicio	Otras actividades de servicios	11	22,210	29,09	76,35%	1		22,00	N/A
servicio	Servicios sociales y de salud	5	13,936	19,20	72,58%	1		52,00	N/A
servicio	Transp., almac. y comunicaciones	7	36,386	44,43	81,90%	4	9,292	35,50	26,17%
Total general		124	19,845	29,94	66,27%	35	18,712	39,74	47,08%

Fuente: elaboración propia

lo cual los otros catorce subsectores, podemos indicar que son heterogéneos, ya que su coeficiente de variación es muy superior al 30%. El grupo que conforma el IPSA, presenta una amplia distribución de sus empresas entre los 15 subsectores lo que dificulta el cálculo del CV, ya que solo dos sectores están conformados por más de 5 empresas.

3.2. Análisis de homogeneidad entre sectores de pertenencia

Dentro de los objetivos de esta investigación se ha propuesto analizar la homogeneidad interna de los sectores económicos, además de analizar la homogeneidad entre los mismos sectores económicos. Lo primero que procedemos a realizar son pruebas de normalidad a los tres sectores

económicos que componen la base de datos de esta investigación, tomando como base la prueba de Kolmogorov-Smirnov, debido a que mantenemos más de 50 datos en los sectores económicos.

La tabla 5 muestra la prueba de normalidad para los sectores económicos considerando IAGCEX y las variables financieras que utilizaremos en nuestras correlaciones. Como podemos apreciar en la Tabla las cuatro variables mantienen una significancia (o P-valor) menor a 0,05, por lo cual se rechaza la hipótesis nula, que señalaba la homogeneidad y se establece que no hay normalidad en ninguna de las cuatro variables analizadas, por lo cual se deberán aplicar pruebas no paramétricas.

Una vez establecido que las variables no tienen una distribución normal, procedimos a analizar el grado

Tabla 5
Pruebas de normalidad

Detalle		Kolmogorov-Smirnov ^a			Shapiro-Wilk		
		Estadístico	Gl	Sig.	Estadístico	gl	Sig.
Total Adopc	General	,105	101	,008	,902	101	,000
	IPSA	,126	33	,200	,931	33	,039
Qtobin	General	,334	101	,000	,346	101	,000
	IPSA	,162	33	,028	,944	33	,087
Variación Util	General	,390	101	,000	,194	101	,000
	IPSA	,361	33	,000	,424	33	,000
MUN 2015	General	,516	101	,000	,193	101	,000
	IPSA	,171	33	,016	,867	33	,001

*. Esto es un límite inferior de la significación verdadera.

a. Corrección de significación de Lilliefors

Fuente: elaboración propia

de homogeneidad entre sectores económicos a través del IAGCEX aplicando pruebas no paramétricas.

La prueba de Kruskal Wallis compara la variabilidad interna del sector e intersectores asumiendo que no existe normalidad en los datos. Además, hace una comparación entre medianas para ver si existen diferencias significativas en los tres sectores

realizando comparaciones de dos en dos (tabla 6).

El Valor-p asociado a esta prueba es menor al valor de significancia (0,05), por lo que podemos concluir que existe diferencias significativas en su grado de adopción de prácticas de GC dependiendo si pertenece al grupo que conforman el IPSA y las empresas que no componen el IPSA.

Tabla 6
Kruskal Wallis homogeneidad por sector económico

Rangos				Estadísticos de prueba ^{a,b}	
	IPSA	N	Rango promedio	Total Adopc	
Total Adopc	General	124	74,04	Chi-cuadrado	9,443
	IPSA	35	101,11	gl	1
	Total	159		Sig. asintótica	,002
				a. Prueba de Kruskal Wallis	
				b. Variable de agrupación: IPSA	

Fuente: elaboración propia

3.3. Análisis de correlación entre IAGCEX y Q-Tobin

Se han realizado las pruebas estadísticas no paramétricas que permitieron establecer si existe relación entre el grado de adopción de las prácticas de GC por parte de las

empresas y la valorización de la empresa medido a través de la Q de Tobin, para lo cual se utilizó el coeficiente de correlación de Spearman que arroja los resultados expresados en la tabla 7.

El supuesto de la Prueba Spearman, afirma que no existe correlación entre el Indicador Adopción

Tabla 7
Correlación de Spearman para IAGCEX y Q de Tobin

Correlaciones			General		IPSA	
			Total Adopc	Qtobin	Qtobin	Total Adopc
Rho de Spearman	Total Adopc	Coefficiente de correlación	1,000	0,052	1,000	-0,075
		Sig. (bilateral)		0,567	.	0,668
		N	124	124	35	35
	Qtobin	Coefficiente de correlación	0,052	1,000	-0,075	1,000
		Sig. (bilateral)	0,567		0,668	.
		N	124	124	35	35

Fuente: elaboración propia

de GCpor empresas (IAGCEX) y la Q-Tobin. Esto es confirmado para ambos grupos, por lo cual podemos afirmar con un 95% de confianza, que no existe relación entre ambas variables.

3.4. Análisis de correlación entre IAGCEX y Rentabilidad de las ventas

También se ha relacionado la variable de adopción de GC versus la rentabilidad neta obtenida por las entidades durante el año 2015 medido a través del ratio financiero Rentabilidad de las ventas (MUN 2015) que hemos obtenidos a través de los estados financieros presentados por las

empresas a la SVS para el año comercial 2015.

Al aplicar la prueba no paramétrica llamada Rho de Spearman, para medir la relación entre ambas variables, los datos procesados se representan en la siguiente tabla 8.

La Tabla 8, demuestra que debido a que el grado de significancia es mayor que 0,05 el cual es puesto como error tolerable, se acepta la hipótesis nula que indica que existe independencia entre las variables analizadas, tanto para las empresas que componen el IPSA como para el total de las empresas que cotizan sus acciones en la Bolsa de Santiago.

Tabla 8
Correlación de Spearman entre IAGCEX y Margen de Rentabilidad Neta

Correlaciones			General		IPSA	
			Total Adopc	MUN 2015	Total Adopc	MUN 2015
Rho de Spearman	Total Adopc	Coefficiente de correlación	1,000	-0,109	1,000	-0,111
		Sig. (bilateral)	.	0,277	.	0,538
		N	124	101	35	33
	MUN 2015	Coefficiente de correlación	-0,109	1,000	-0,111	1,000
		Sig. (bilateral)	0,277	.	0,538	.
		N	101	101	33	33

Fuente: elaboración propia

3.5. Análisis de correlación entre IAGCEX y Variación de la Rentabilidad

Posteriormente se procedió a revisar si existe una relación entre la variación de la utilidad neta y el grado de adopción de GC por empresa, medido a través del Indicador IAGCEX analizado en los capítulos anteriores, para tal efecto se tomó la variación de la rentabilidad neta entre el periodo diciembre 2015 y diciembre 2016, que se obtuvo a través de los estados financieros presentados por las

empresas bajo análisis a la SVS para el año comercial 2016.

Al aplicar Rho de Spearman, para medir la relación entre ambas variables, ya explicadas. El resumen de los datos procesados se representa en la siguiente tabla 9.

La Tabla precedente, nos muestra que debido a que el grado de significancia es mayor que 0,05 el cual es propuesto como error tolerable, debemos aceptar la hipótesis nula que indica que existe independencia entre las variables analizadas.

Tabla 9
Correlación de Spearman entre IAGCEX y Variación de rentabilidad

Correlaciones			General		IPSA	
			Total Adopc	Variación Util	Total Adopc	Variación Util
Rho de Spearman	Total Adopc	Coefficiente de correlación	1,000	0,051	1,000	0,215
		Sig. (bilateral)	.	0,604	.	0,223
		N	124	107	35	34
	Variación Util	Coefficiente de correlación	0,051	1,000	0,215	1,000
		Sig. (bilateral)	0,604	.	0,223	.
		N	107	107	34	34

Fuente: elaboración propia

3.6. Análisis de correlación entre IAGCEX y ROE.

Además, hemos analizado la relación entre el grado de adopción de gobierno corporativo por empresa y el ROE, obtenida para el año 2016, dicho análisis se ha realizado con la ya mencionada prueba estadística Rho de Spearman, la cual nos arroja los resultados que se exponen en la tabla 10.

De acuerdo a los resultados del

coeficiente de Spearman, el grado de significancia es mayor que el 0,05 que es propuesto como error tolerable, por lo cual se rechaza la hipótesis alternativa y se acepta la hipótesis nula que indica que existe independencia entre las variables analizadas, por lo cual se concluye que no existe una relación entre las dos variables que se analizaron, el hecho de tener un mayor grado de adopción de GC no es causal de tener mejor rendimiento financiero.

Tabla 10
Correlación de Spearman entre IAGCEX y ROE

Correlaciones			General		IPSA	
			Total Adopc	ROE	Total Adopc	ROE
Rho de Spearman	Total Adopc	Coefficiente de correlación	1,000	-0,052	1,000	-0,093
		Sig. (bilateral)	.	0,597	.	0,617
		N	124	105	35	31
	ROE	Coefficiente de correlación	-0,052	1,000	-0,093	1,000
		Sig. (bilateral)	0,597	.	0,617	.
		N	105	105	31	31

Fuente: Elaboración propia

4. Conclusiones

La presente investigación ha permitido establecer un bajo grado de adopción de prácticas de gobierno corporativo tanto para las empresas que componen el IPSA, como para aquellas empresas que no. Esto demuestra el compromiso con la transparencia de parte de estas empresas, al considerar poco conveniente divulgar dicha información a sus *stakeholders*.

La necesidad de actuar con transparencia y responsabilidad frente a la falta de un gobierno corporativo más robusto, son cualidades cada vez más valoradas por los inversionistas. El grado de adopción de gobiernos corporativos muestra una leve alza cuando el grupo se acota a las empresas que componen el IPSA (sitúa el grado de adopción de prácticas de GC en un 40,1%), no obstante, esto puede resultar insuficiente al considerar que se está midiendo el grado de adopción de las empresas más líquidas del mercado bursátil chileno. Con los resultados obtenidos se establece una relación en el grado de adopción y el sector o subsector de pertenencia.

Asimismo, existe un alto grado de heterogeneidad en cada uno de los sectores económicos, promediando un 66,27% para todas las empresas del mercado bursátil; esto es contrario a los resultados en estudios anteriores, que establecían un alto grado de homogeneidad debido al grado de dispersión de los datos (18,9%). En ambos casos, esto se ve influenciado por la estructura de los cuestionarios utilizados por el ente regulador.

Se confirma que las empresas miembros del IPSA, mantienen un mayor grado de homogeneidad respecto a

las empresas que no componen este indicador lo cual se suma al mayor grado de adopción de gobiernos corporativos comentado en el párrafo anterior. Los quince subsectores son casi en su totalidad heterogéneos internamente, solo uno de ellos puede ser considerado homogéneo, considerando el grado de adopción de prácticas de gobiernos corporativos. La misma conclusión se puede extrapolar a los sectores y subsectores de empresas que componen el IPSA.

Por último, no se estableció una relación, entre las variables financieras y el grado de adopción de prácticas de GC, esto se debe a que los inversionistas desconocen aún la posibilidad de acceder a la información de las prácticas adoptadas por la entidad referidas a GC.

También se puede establecer que la NCG N°385 es nueva en cuanto a su emisión (2015) y que aún es desconocida por los diversos *stakeholders* pero se esperar en los siguientes años, un mayor conocimiento de la norma y mayor difusión por parte de las entidades comprometidas con mejorar los estándares de GC en Chile. Lo anterior, otorga un valor agregado a esta investigación, ya que difunde la norma y sus primeros resultados, además de proporcionar una fuente de información más confiable y validada a través de una metodología científica, generando oportunidades de investigaciones futuras.

Referencias Bibliográficas

- Agosin, Manuel & Pastén, Ernesto (2001), **Corporate Governance in Chile**. OECD Development Centre, 1-33.

- Alfaro, Rodrigo, & Silva, Carmen (2008), **Volatilidad de Índices Accionarios: El caso del IPSA**. Cuadernos de Economía, 45, 217-233.
- Archel, Pablo & Lizarraga, Fermin (2001), Algunos determinantes de la información medioambiental divulgadas por las empresas españolas cotizadas. **Revista de Contabilidad**, 4(7), 129-153.
- Burneo, Kurt & Lizarraburu, Edmundo (2016), **Gobierno Corporativo en Mercados Gobierno Corporativo en Mercados de Lima - BVL**. Globalización, Competitividad y Gobernabilidad de Georgetown/Universia, 57-115.
- Calvo, Esperanza (2016), **Sostenibilidad ambiental y responsabilidad social de las sociedades cotizadas en el mercado bursátil español**. Universidad Europea, Facultad de Ciencias Sociales y de la Comunicación, Madrid.
- Casas, Daniel & Combita, Gonzalo (2011), **Diagramas de fase**. Lasalle.
- Chung, Kee & Pruitt, Stephen (1994), **A Simple Approximation of Tobin's q**. **Financial Management Association International**, 70-74.
- Cornejo, Edison & Díaz, David (2016), **Medidas de Ganancia: EBITDA, EBIT, Utilidad Neta y Flujo de Efectivo**. Obtenido de <http://www.repositorio.uchile.cl/handle/2250/127394>
- Correa, Jaime, Vásquez, Lorena, & Soto, Yudi (2016), Reportes integrados y generación de valor en empresas colombianas incluidas en el Índice de Sostenibilidad Dow Jones. **Cuaderno de Contabilidad**, 73-108.
- Da Silva, Sonia & Aibar, Beatriz (2011). Factores determinantes del grado de información medioambiental divulgada en las grandes empresas que operan en Portugal: Un análisis univariante. **Revista de Administração e Contabilidade da Unisinos**, 8(1), 3-19.
- Díaz, Paola (2007), Un índice de transparencia financiero-contable para las empresas chilenas. **CAPIC REVIEW**, 5(1), 9-19.
- García, Rodrigo (2014), **Norma de Información sobre Prácticas de Gobierno Corporativo en Chile**. Superintendencia de Valores y Seguros, 1-30.
- Hawas, Amira & Tse, Chin-bu (2015). How Corporate Governance Affects Investment Decisions of Major Shareholders in UK Listed Companies: Has the Recent Credit Crunch Changed the Game? **Journal of Accounting, Auditing & Finance**, 31(1), 100-133.
- Krafft, Jackie, Qu, Yipin, Quatraro, Francesco & Ravix, Jacques-Laurent (2013), **Corporate governance, value and performance of firms: new empirical results on convergence from a large international database**.

- Industrial and Corporate Change**, 23(2), 361-397.
- Lagos, Diogenes (2013), Análisis de las prácticas de Gobierno Corporativo en la Bolsa de Valores de Colombia. **Ad-Minister**, 23, 25-43.
- Lefort, Fernando & Walker, Eduardo (2002), Cambios Estructurales e Integración. Discusion y Analisis del Mercado Accionario Chileno. **Cuadernos de economía**, 39(116).
- Marin, Maria, Maldonado, Stella & Sanmiguel, Laura (2012), Análisis empírico de la divulgación de información social en Chile: un estudio en empresas cotizadas. **Economía, Gestión y Desarrollo**(13), 121-153.
- Martínez, Jennifer, Prado, José Manuel & Fernández, José Miguel (2013), Responsabilidad social corporativa vs. responsabilidad contable. **Revista de Contabilidad**, 32-45.
- Moneva, José & Llena, Fernando (2000), Environmental disclosures in the annual reports of large companies in Spain. **European Accounting Review**, 9(1), 7-29.
- Montoro, Carlos & Navarro, Alberto (2010), Estimación de la Q de Tobin para la economía peruana. **Revista Estudios Económicos**, 19, 33-45.
- Moraga, Hugo & Morales, Fernando (2012), Análisis de contenido sobre la divulgación de información referente a la sustentabilidad de las empresas. **Contabilidad, Auditoria e IFRS**.
- Moraga, Hugo, Rossi, Maruzzella & Navarrete, José (2015), Adopción de las Políticas y Prácticas de Gobiernos Corporativos en las Empresas Chilenas. **Revista Universitaria Ruta**, 17 (2), 25-38.
- Morales, Fernando & Jarne, José (2009), E-gobierno corporativo: evidencia en Chile sobre la divulgación de información en internet. **Capic Review**, 7, 45-62.
- OCDE (2004), **Principios de Gobiernos Corporativos de la OCDE**. Ministerio de Economía y Hacienda Secretaría General Técnica.
- Rejón, Manuel (2011), Integrated Reporting: Una mejora sustancial en la información empresarial. **Gestión**, 11-14.
- Sanz, Carlos (2002), Guía de los principales ratios. **Acciones e Investigaciones Sociales** (14).
- Silva, Berta (2015), Gobiernos Corporativos en Chile: **Estudio sobre el cumplimiento de los principios de la OCDE por las empresas chilenas en 2001-2008 y 2009-2013**. Universidad Autónoma de Madrid. Madrid: Universidad Autónoma de Madrid.
- Terán, Karoline & Molina, Oscar (2005), Simulación eficiente del valor en riesgo de un portafolio de acciones del IPSA: un análisis de componentes principales. **Revista Investigación & Desarrollo**, 1(5).
- Tobin, James (1969), A General Equilibrium Approach To Monetary Theory. **Journal of Money, Credit and Banking**, 1(1), 15-29.

Obtenido de <http://www.jstor.org/stable/1991374>

Wang, Mao chang (2015), Value Relevance of Tobin's Q and Corporate Governance for the Taiwanese Tourism Industry.

Journal of Business Ethics, 130(1), 223-230.

Wheelen, Thomas, Hunger, David & Oliva, Ismael (2007), **Administración Estratégica y Política de Negocios**. México: Pearson Educación.

- Esta obra está bajo una licencia de Creative Commons Reconocimiento-NoComercial-CompartirIgual 3.0 Unported.
http://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/3.0/deed.es_ES



UNIVERSIDAD
DEL ZULIA

R/G Revista
Venezolana de
Gerencia

AÑO 23, Nº 81

*Esta revista fue editada en formato digital y publicada en enero de 2018, por la **Revista Venezolana de Gerencia (RVG)**, **Centro de Estudios de la Empresa (CEE)**, **Facultad de Ciencias Económicas y Sociales (FCES)**, **Universidad del Zulia. Maracaibo-Venezuela***

www.luz.edu.ve
www.serbi.luz.edu.ve
produccioncientifica.luz.edu.ve