

Año 25 No.90



Año 25 No. 90

Abril - Junio 2020

Revista Venezolana de Gerencia

# Revista Venezolana de Gerencia



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

ISSN 1315-99

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

# Creación de valor a partir de la adopción de prácticas de gobierno corporativo en Chile

Arenas, Felipe<sup>1</sup>  
Campos, Roberto<sup>2</sup>  
Escalona, Sepulveda<sup>3</sup>

## Resumen

El presente trabajo tiene como objetivo analizar el grado de correspondencia entre la adopción de prácticas de gobierno corporativo y la creación de valor de las principales empresas que cotizan en el mercado accionario chileno durante el período 2015 – 2017. La medición se realiza a partir del cálculo de los indicadores, valor económico agregado, valor de mercado añadido y rentabilidad sobre el patrimonio, y su correlación respecto al grado de adopción a las prácticas de gobierno corporativo a través del coeficiente de Pearson. Concretamente, los resultados indican, que el grado de adhesión a las prácticas de gobierno corporativo fue bajo, respecto a las correlaciones entre las variables, estas fueron muy dispares, específicamente en el caso del valor económico agregado la relación fue muy débil y negativa, en el caso del valor de mercado añadido las relaciones fueron débiles y positivas, mientras que en el caso de la rentabilidad sobre el patrimonio la relación fue muy débil y negativa. Se concluye que el nivel de adhesión a las prácticas de gobierno corporativo de las principales empresas chilenas que cotizan en bolsa, es bajo o incipiente, extendiéndose esta preocupación a las sociedades que no son parte del principal índice bursátil de Chile.

**Palabras clave:** gobierno corporativo; creación de valor; desempeño financiero

---

Recibido: 20-11-18 Aceptado: 15-10-19

<sup>1</sup> Magíster en Contabilidad y Auditoría, Contador Auditor, Profesor Escuela de Contador Público y Auditor, Facultad de Economía y Negocios, Universidad de Talca, Linares (Chile). Teléfono: (+56) 712414692. E-mail: farenas@utalca.cl

<sup>2</sup> PhD Business Administration, Magíster en Administración de Empresas MBA, Ingeniero Comercial, Profesor Escuela de Contador Público y Auditor, Facultad de Economía y Negocios, Universidad de Talca, Linares (Chile).

<sup>3</sup> Magíster en Políticas Públicas, Ingeniero Comercial, Profesor Escuela de Contador Público y Auditor, Facultad de Economía y Negocios, Universidad de Talca, Linares (Chile).

## *The creation of value since the adoption of practices of corporate governance in Chile*

### **Abstract**

The objective of this work is to analyze the degree of correspondence between the adoption of corporate governance practices and the creation of value of the main companies listed on the Chilean stock market during the period 2015 - 2017. The measurement is made from the calculation of the indicators, economic added value, added market value and return on equity, and their correlation with respect to the degree of adoption of corporate governance practices through the Pearson coefficient. Specifically, the results indicate that the degree of adherence to corporate governance practices was low, regarding the correlations between the variables, these were very disparate, specifically in the case of added economic value, the relationship was very weak and negative, in the case of added market value the relationships were weak and positive, while in the case of return on equity the relationship was very weak and negative. It is concluded that the level of adherence to corporate governance practices of the main Chilean companies listed on the stock exchange is low or incipient, extending this concern to companies that are not part of the main stock market index in Chile.

**Keywords:** Corporate governance; Value creation; Financial performance

### **1. Introducción**

A diferencia de los países que componen la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), Chile posee una alta concentración de capital, que se encuentra habitualmente reunida en un accionista controlador (Zegers & Consiglio, 2013), quién posee en promedio el 55% de las acciones, mientras que los cinco mayores accionistas suman alrededor de un 80% del total de acciones de la sociedad (Lefort, 2008).

La concentración del capital para países como Chile, influye negativamente en la transparencia de la información, dado que los administradores de una empresa poseen un menor interés por

entregar información al mercado, en la medida que la propiedad se encuentre más concentrada (Azúa, Pizarro, Silva & Díaz, 2010), influyendo en los reportes de sustentabilidad, responsabilidad social y gobiernos corporativos (GC) que son informados al regulador y presentados a los distintos stakeholders.

Adicionalmente, en un entorno caracterizado por un mercado de capitales menos desarrollado que el de países anglosajones, donde existe un sistema que atribuye gran responsabilidad al Consejo de Administración o Directorio, el gobierno corporativo es un factor determinante para mejorar el proceso de rendición de cuentas y transparencia (Tejedo, Ferraz & Luiz, 2017), es por esto que el buen GC debiera ser la solución a un sin

número de problemas relacionados a la teoría de agencia.

En Chile se ha experimentado en los últimos años, un estancamiento respecto al grado de adopción de prácticas de GC, estudios relacionados a firmas consultoras señalan que el cumplimiento normativo de las empresas emisoras de valores de oferta pública, fue de tan solo un 31% para el año 2015 (PwC, 2016), no existiendo cambios significativos en los periodos siguientes.

De esta manera, sobre la problemática descrita, la tarea pendiente es estudiar si la adopción de prácticas de GC conlleva mejores desempeños financieros hacia las sociedades. En este sentido, el propósito del presente estudio, consiste en analizar el grado de correspondencia entre la adopción de prácticas de GC y la creación de valor durante el período 2015 – 2017 de las empresas clasificadas en el Índice de Precios Selectivo de Acciones (IPSA).

Este trabajo investigativo fue del tipo correlacional - longitudinal, dado que en el primer caso se mide el grado de relación entre variables de la población de estudio, mientras que fue longitudinal, porque se han comparado datos obtenidos en los periodos 2015, 2016 y 2017 con el propósito de evaluar cambios (Bernal, 2006) en las variables de estudio. La relevancia de considerar solamente los tres primeros años de vigencia de la Norma de Carácter General N°385 (NCG N°385), es que la antigua normativa, fue derogada en igual período de tiempo, al ser evaluada por el regulador, y determinar que la normativa no cumplía con el objetivo de proveer información adecuada al público inversionista respecto de las políticas y prácticas de GC adoptadas por las sociedades reguladas.

La población analizada fueron las

sociedades clasificadas en el IPSA, que al 2017 agrupaba las 40 acciones con mayor presencia bursátil de la Bolsa de Comercio de Santiago de Chile, las cuales, en función del reporte de la Norma de Carácter General N°385 (NCG N°385), se aplicó un muestreo no probabilístico por conveniencia, obteniendo finalmente una muestra de 34 sociedades.

En última instancia, se plantean como hipótesis para direccionar el estudio las siguientes:  $H_0$ : El grado de adopción de las prácticas de gobierno corporativo se correlaciona positivamente con la creación de valor de las empresas analizadas y  $H_1$ : El grado de adopción a las prácticas de gobierno corporativo se correlaciona negativamente con la creación de valor de las empresas analizadas

## **2. Gobierno corporativo como mecanismo de creación de valor**

Para entender como el GC contribuye a la creación de valor, primero se debe conocer su definición, en este sentido la OCDE ha definido al GC como: un conjunto de relaciones entre la administración de la empresa, su consejo de administración, sus accionistas y otras partes interesadas (OCDE, 2004). Al formalizar este conjunto de relaciones se genera un mecanismo de gobernanza corporativa, el que se entiende de acuerdo a Mancilla y Saavedra (2015) como uno de los métodos que permite establecer un orden en las empresas y asegura la correcta toma de decisiones, garantizando que cada uno de los actores reciba lo que es justo (Lefort, 2003).

En relación a los beneficios de

adoptar estándares de GC, Nicolescu (2013) establece que existe una correspondencia positiva entre la calidad del GC y la que es percibido por los inversionistas, además de ser un mecanismo de autorregulación que permite reducir los problemas de transparencia y efectividad en la gestión de las corporaciones (Paul, 2017). En esta misma idea, un buen gobierno, permite identificar los riesgos y establecer mecanismos oportunos para enfrentarlos, mitigar la exposición a pérdidas, fortalecer los talentos individuales, construir credibilidad y servir como un activo estratégico de la compañía. (Flores & Alan, 2008).

## **2.1 Marco regulatorio vigente en Chile**

En los últimos años se ha observado una proliferación de iniciativas, relacionadas a establecer guías y lineamientos específicos que permiten a las entidades comprender, mejorar y aplicar prácticas de buen GC (Superintendencia de Valores y Seguros, 2015), surgiendo diferentes estándares, guías o regulaciones propuestos por organizaciones, tanto nacionales como internacionales, teniendo como foco las sociedades emisoras de valores de oferta pública.

En Chile, la regulación vigente se compone de la Ley de Mercados y Valores<sup>4</sup> y la Ley de Sociedades

Anónimas<sup>5</sup>, marcando el comienzo de la regulación sobre GC, debido a que abordan en alguno de sus artículos temas relacionados a sus prácticas, ambas regulaciones fueron promulgadas en 1981 y se encuentran vigentes, pero con dos modificaciones importantes. La primera, corresponde a la Ley N°19.705<sup>6</sup> que establece un régimen formal de GC. La segunda modificación, concierne a la Ley N°20.382<sup>7</sup>, llamada Ley de Gobiernos Corporativos, que en su temática general introduce un perfeccionamiento a la normativa que regula los órganos de las empresas.

Adicionalmente el marco regulatorio de GC se complementa con dos normas dictadas por la Superintendencia de Valores y Seguros (SVS), inicia este proceso la Norma de Carácter General N°341<sup>8</sup> (NCG N°341), en respuesta a los casos emblemáticos FASA en el 2009, Pehuenche 2011 y La Polar 2012 (Coloma, 2012), lo que permite normar la difusión de información respecto de los estándares de GC adoptados por la sociedades anónimas, teniendo vigencia solamente por los años 2012, 2013 y 2014.

Luego con fecha 08 de junio 2015 se promulga la Norma de Carácter General N°385<sup>9</sup>, siendo la norma vigente en Chile para los periodos 2015, 2016 como 2017. Entre sus principales cambios, la nueva normativa define lo que se entenderá por práctica adoptada y fomenta la adopción de políticas en materias relacionadas

---

<sup>4</sup> Ley 18.045 del 22.10.1981 que regula el mercado de valores chileno y se encuentra vigente al 2020.

<sup>5</sup> Ley 18.046 del 22.10.1981 que regula las sociedades anónimas y se encuentra vigente al 2020

<sup>6</sup> Ley 19.705 del 20.12.2000 que regula la oferta pública de adquisición de acciones y establece un régimen de gobiernos corporativos en Chile. Ley se encuentra vigente al 2020.

<sup>7</sup> Ley 20.382 del 20.10.2009 que introduce perfeccionamiento a la normativa que regula los gobiernos corporativos de las empresas en Chile. Ley se encuentra vigente al 2020.

<sup>8</sup> Norma de Carácter General 341 del 20.11.2012. Es el primer intento por parte de la Comisión para el mercado financiero de auto regular la adopción de prácticas de gobierno corporativo en Chile. La norma fue derogada el 07.06.2015

<sup>9</sup> Norma de Carácter General 385 del 08.06.2015. Es el segundo intento de auto regular la adopción de prácticas de gobierno corporativo en Chile. La norma al 2020 se encuentra vigente.

a responsabilidad social, difusión de prácticas, calidad y confiabilidad de la información, promueve directrices nacionales e internacionales y por último explicita el tratamiento de los conflictos de interés (Arenas & Sánchez, 2017).

Asimismo, la legislación que regula la gobernanza corporativa de las sociedades debe ir de la mano con el desarrollo de esta, y que las nuevas normas no sean una mera reacción a escenarios de fraudes, sino que promuevan mejores prácticas al interior de la organizaciones (Zegers & Consiglio, 2013), incluso el camino más adecuado, es que las empresas voluntariamente adopten los principios y criterios de responsabilidad social y buen gobierno en el que basar su propio desarrollo y permanencia en los mercados (Rivero, 2005), teniendo en cuenta en todo momento el concepto de creación de valor.

## **2.2 Creación de valor y sus indicadores**

Una vez revisado el concepto, beneficios y legislación concerniente a GC, podemos relacionar este concepto con la creación de valor. En esta línea, el buen GC se traduce en la generación de valor para la empresa, tanto a nivel interno como externo (Alfaro, 2008).

Si bien la creación de valor debiera ser el objetivo de toda buena gerencia (Bonmatí, 2011), este concepto no solo debe limitarse al crear valor económico hacia la empresa, sino que también tiene que crear valor para la sociedad al abordar sus necesidades y desafíos, las empresas deben reconectar su éxito de negocios con el progreso social (Porter & Kramer, 2011).

Desde una perspectiva más privada, la creación de valor se da a partir si el beneficio obtenido supera el coste de los recursos implicados

(Bonmatí, 2011), reflejando de esta forma el concepto de creación de valor para los accionistas (Fernández, 2002), por tanto, se considera que una empresa crea valor en un periodo, cuando se comporta mejor que las expectativas exigidas a la misma (Bartual & García, 2007).

En esta misma línea, el Valor Económico Agregado se puede medir a través de seis indicadores tradicionales que permiten calcular el valor creado por la empresa para sus accionistas y evaluar el desempeño de los directivos (Amat, 2002), estos son, el precio de mercado de las acciones, la utilidad neta, los dividendos, el flujo de caja y el flujo de caja libre, la rentabilidad del activo y la rentabilidad del patrimonio, cada uno con ventajas y limitaciones.

Mientras que los indicadores utilizados en la presente investigación, cumplen las características de ser indicadores complejos, debido a que incorporan parámetros que no pueden ser influenciados por la empresa, estos son el Valor Económico Agregado, Market Value Added y un indicador tradicional como es la rentabilidad sobre el patrimonio.

## **2.3 Valor económico y agregado (EVA)**

El EVA es un método de desempeño financiero para calcular el verdadero beneficio económico de una empresa (Li Bonilla, 2010), su resultado entrega elementos de juicio para que los accionistas e interesados visualicen si se generó valor durante un periodo de tiempo (Vergíu & Christian, 2007), si su signo es positivo se crea valor y si es negativo se destruye valor, cabe precisar que en el largo plazo solo aquellas compañías que crean valor pueden

sobrevivir en el tiempo (Cuevas, 2001).

Entre los resultados más importantes que se pueden atribuir al estudio de esta herramienta, es que quienes adoptan el EVA como herramienta de medición, muestran un rendimiento superior que quienes no lo adoptan, existiendo una relación significativa entre el EVA y MVA,

concluyendo que cuando se maximiza valor de la empresa se maximiza el valor de la acción (Saavedra & Saavedra, 2012).

El método utilizado en esta investigación para el cálculo del EVA es el residual, en figura 1 su conceptualización.

## Figura 1 Conceptualización Valor Económico Agregado (EVA)

$$\text{EVA} = \text{UNODI} - (\text{Capital Invertido} \times \text{CCPP})$$

Donde:

UNODI = Utilidad Neta de Operación después de Impuestos

Capital Invertido = Patrimonio Contable o Capital Invertido al Inicio

CCPP = Costo de Capital Promedio Ponderado

Asimismo la determinación del UNODI se obtiene de la siguiente manera

$$\begin{aligned} &+ \text{Ventas} \\ &- \text{Costo de Ventas} \\ &= \text{Utilidad Bruta} \\ &- \text{Gastos de Operación} \\ &+ \text{Otros Ingresos de Operación} \\ &= \text{Utilidad Neta de Operación (UNO o EBIT)} \\ &- \text{Impuestos} \\ &= \text{Utilidad Neta de Operación Después de Impuestos (UNODI)} \end{aligned}$$

Fuente: Determinación cálculo EVA (Datos tomados de Stewart, 2009)

### 2.3 Valor de Mercado Añadido (MVA)

El MVA es un indicador que refleja qué tan exitosamente se han generado riquezas (Ramírez, et al, 2012), su objetivo es medir la creación de valor acumulada de una empresa, la

metodología de cálculo es a partir de la diferencia entre el valor de la empresa y el valor de las acciones (Fernández, 2002), reflejando acumulativamente el desempeño empresarial en un periodo de tiempo. En figura 2 se ilustra el cálculo del MVA.

## Figura 2 Esquema determinación Market Value Added

**MVA** = Valor de Mercado – Capital, lo que sería lo mismo que el MVA = Valor presente de todos los EVA futuros.

**Fuente:** Esquema MVA (Datos tomados de Stewart, 2009)

En este sentido, los EVAs futuros cuando son descontados a su valor presente, se refleja el valor de mercado creado o destruido en un periodo determinado (Stewart, 2009), pasando a ser una medida acumulativa del desempeño corporativo, la cual refleja qué tan exitosamente la empresa ha invertido el capital en el pasado y qué tan bien lo hará en el futuro (Gómez, 2004).

Por lo anterior, es que el EVA tiene una alta correlación con el MVA, por lo cual cuando se maximiza el primero también se maximiza el valor de la acción (Grant, 2003), materializándose la creación de valor en la empresa.

### 2.4 Rentabilidad sobre el Patrimonio (ROE)

La Rentabilidad sobre el Patrimonio o más conocido como ROE, es un indicador de carácter contable, el que permite medir la capacidad de remunerar a los propietarios o accionistas de la empresa (Bartual & García, 2007), entendiéndose en algunos casos como el factor riqueza de la visión patrimonial de los gestores (Betancourt, et al, 2011). Adicionalmente algunos autores señalan que el ROE, se le atribuye poca relación con la rentabilidad para los accionistas, debido a que cualquier medida basada en datos contables tiene escasa o ninguna relación con la rentabilidad para los accionistas (Fernández , 2005). El cálculo del ROE se ilustra en figura 3.

## Figura 3 Esquema cálculo ROE

**Rentabilidad sobre el Patrimonio** =  $\frac{\text{BN}}{\text{FP}}$  =  $\frac{\text{Resultado Final del Ejercicio}}{\text{Patrimonio}}$

Fuente: Determinación cálculo ROE (Adaptado de Bartual & García, 2007)

### 2.5 Índice de correlación e IPSA

El concepto de coeficiente de correlación se encarga de medir el grado de intensidad de la posible relación entre las variables a analizar (Quintero, Muñoz,

Martínez y Díaz, 2015). Su clasificación se realiza de acuerdo al sentido de la relación de las variables en términos de aumento o disminución, quedando de acuerdo a la siguiente categorización (Martínez et al, 2009):

a) Lineal o curvilínea, según la

nube de puntos se condense en torno a una línea recta o a una curva.

b) Positiva o directa cuando al aumentar una variable aumenta la otra y viceversa

c) Negativa o inversa cuando al crecer una variable, la otra decrece y viceversa

d) Nula cuando no existe ninguna

relación y la nube de puntos están distribuidas al azar. Se dice que no están correlacionada.

Los valores a interpretar del coeficiente de correlación fluctúan entre -1 y 1, ambos inclusive, en tabla 1 se presente la interpretación de los intervalos.

**Tabla 1**  
**Interpretación del Coeficiente de Correlación**

Valor del Coeficiente r	Interpretación
$0 < r < 1$ y $r \rightarrow 1$	Relación lineal positiva y fuerte.
$0 < r < 1$ y $r \rightarrow 0$	Relación lineal positiva y débil.
$r = 0$	No existe relación lineal.
$-1 < r < 0$ y $r \rightarrow -1$	Relación lineal negativa y fuerte.
$-1 < r < 0$ y $r \rightarrow 0$	Relación lineal negativa y débil.

Fuente: El coeficiente de correlación y correlaciones espúreas (Adaptada de Lahura, 2003)

Al respecto, cabe destacar que el coeficiente solo indica si existe correlación, pero no concluye respecto a si las variables son dependientes o independientes, y mucho menos si una es causa de la otra (Molina, 2014).

Por último, el Índice de Precios Selectivos de Acciones o más conocido como IPSA, es considerado como el indicador accionario más importante del mercado chileno, este se encuentra constituido al 2017 por las 40 acciones más líquidas que se encuentran listadas

en la Bolsa de Comercio de Santiago<sup>10</sup>.

### **3. La creación de valor y su relación con la adopción de prácticas de GC**

Previo a la presentación de los resultados de la investigación, se clasifican en la tabla 2 los sectores industriales estudiados, considerando los códigos de actividad económica definidos por el Servicio de Impuestos Internos de Chile.

<sup>10</sup> <http://www.bolsadesantiago.com/Fichas%20Indices/01.Ficha%20T%C3%A9cnica%20C3%8Dndice%20IPSA.pdf> el 09.04.2018

**Tabla 2**  
**Clasificación de empresas por sector económico**

Sectores económicos	Observaciones		Empresas	
	Cantidad	Frecuencia	Cantidad	Frecuencia
Actividades Inmobiliarias, Empresariales y de Alquiler	12	12%	4	12%
Comercio al Por Mayor y Menor	12	12%	4	12%
Construcción	3	3%	1	3%
Industrias Manufactureras, no Metálicas	24	24%	8	24%
Intermediación Financiera	27	26%	9	26%
Suministro de Electricidad, Gas y Agua	15	15%	5	15%
Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	9	9%	3	9%
<b>Total empresas</b>	<b>102</b>	<b>100%</b>	<b>34</b>	<b>100%</b>

Fuente: Elaboración propia, según clasificación por códigos de actividad económica del SII<sup>11</sup>

Para el desarrollo de la investigación, debido a que la Comisión para el Mercado Financiero, a través de la NCG N°385 exige responder si sus sociedades fiscalizadas adoptaron cada una de las 99 prácticas propuestas bajo variables dicotómicas (SI = 1; NO = 0), fue necesario establecer el grado de adopción a las prácticas de GC, a través de un índice de adhesión, la notación matemática es la siguiente:

$$G^{\circ}APGC_{Ex} =$$

Donde:

$G^{\circ}APGC_{Ex}$  = Grado de adopción a las prácticas de gobierno corporativo por empresa.

*Cat.1* = Categoría "Funcionamiento y composición del Directorio"

*Cat.2* = Categoría "Relación entre la sociedad, los accionistas y el público en general"

*Cat.3* = Categoría "Gestión y control de riesgos"

*Cat.4* = Categoría "Evaluación por parte de un tercero independiente"

*Total de prácticas NCG N°385* = 99 prácticas

Por otra parte, el cálculo del EVA y EBITDA para las 34 empresas de la muestra, fue realizado a partir de la información divulgada por las compañías en sus Estados Financieros. Respecto al MVA, se incorporó el valor de cierre bursátil presentado por la Bolsa de Comercio de Santiago al 31 de diciembre de cada año. Adicionalmente, se evaluó la correlación de variables mediante el Coeficiente de Pearson. En este sentido, los software utilizados para el manejo y análisis de datos fueron SPSS Statistics 23 y Microsoft Excel 2013.

En función de lo anterior, se

<sup>11</sup> <http://www.sii.cl/catastro/codigos.htm>, el

presentan en esta sección, resultados relativos a la relación inicial planteada en este trabajo: analizar la relación entre la adopción de prácticas de GC y los indicadores de creación de valor. Así, los resultados se estructuran en una primera etapa definiendo los estadísticos descriptivos de las variables de estudio. En segunda instancia, en función de las hipótesis planteadas, se presentan una serie de correlaciones entre las variables, las cuales parten con un análisis a nivel general, luego a nivel de actividad económica y por último a nivel de empresas.

La tabla 3 muestra los estadísticos descriptivos de los indicadores de

creación de valor y el grado de adopción a las prácticas de GC, en este sentido, se puede observar que en el período 2015 – 2017 hubo en promedio una destrucción de valor de \$54.488 millones de pesos chilenos en las empresas IPSA, mientras que el valor de mercado añadido y la rentabilidad sobre el patrimonio en promedio fue de \$660.424 millones de pesos y un 8% respectivamente. Respecto al grado de adhesión al estándar de GC, las 34 empresas en el trienio 2015-2017 muestran un avance de cinco puntos porcentuales, finalizando el 2017 con un 44% de adopción.

**Tabla 3**  
**Estadísticos descriptivos de las variables de estudio**

Indicador	Año	Media n= 34	Desv. Est. n = 34	Mínimo n = 34	Máximo n = 34
EVA en miles de CLP	2.015	-63.225.860	189.986.841	-476.706.567	459.092.408
	2.016	-53.160.076	188.775.829	-575.128.862	437.349.326
	2.017	-47.079.705	168.896.094	-400.925.904	503.738.189
	Período*	-54.488.547	181.113.432	-575.128.862	503.738.189
MVA en miles de CLP	2.015	283.284.032	1.630.649.957	-4.150.926.702	6.181.804.680
	2.016	457.526.794	1.800.266.683	-4.073.629.149	7.853.090.693
	2.017	1.240.463.850	2.370.864.111	-1.911.264.806	9.640.281.777
	Período*	660.424.892	1.984.761.361	-4.150.926.702	9.640.281.777
ROE en %	2015	7%	10%	-36%	20%
	2016	10%	8%	-1%	34%
	2017	7%	11%	-46%	21%
	Período*	8%	10%	-46%	34%
G° Adhesión GC en %	2015	39%	18%	8%	90%
	2016	42%	18%	19%	91%
	2017	44%	18%	19%	91%
	Período*	42%	18%	8%	91%

\*Número de observaciones analizadas es de un n = 102

Fuente: Elaboración propia

Respecto a los resultados de tabla 3, los autores Moraga y Roperó (2018) señalan que el grado de adopción a las prácticas de GC para las empresas más importantes del mercado chileno fue de un 40,1% al 2015, mientras que Arenas, Campos y Santander (2019) al estudiar 203 empresas del mercado chileno, concluyen que el grado de adopción después de tres años de vigencia de la normativa, es incipiente, con un 34% de cumplimiento de la NCG N°385.

Por otra parte, la tabla 4 muestra

que las correlaciones del periodo 2015 – 2017 entre los tres indicadores de creación de valor, son positivas y débiles, siendo su significancia en los tres casos de  $p \leq 0,01$ . Por su parte, las correlaciones por cada uno de los años, son positivas, fluctúan entre 0,613 y 0,185, y cada relación posee diferentes grados de significatividad. Adicionalmente, es interesante identificar como el EVA presenta una mejor relación al contrastar sus resultados con el ROE en desmedro del MVA.

**Tabla 4**  
**Análisis de correlaciones entre indicadores de creación de valor**

Correlación Bivariada	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Periodo 2015 – 2017
EVA – MVA	0,367**	0,313*	0,185	0,274***
EVA – ROE	0,422**	0,613***	0,500***	0,492***
MVA – ROE	0,312**	0,294*	0,272	0,275***

Nota: Las correlaciones bivariadas son significativas a los niveles de 0,1\*, 0,05\*\* y 0,01\*\*\* respectivamente.

Fuente: Elaboración propia

En complemento de los resultados de la tabla 4, al investigar 1.700 empresas indias que cotizan en bolsa, los autores Agrawal, Mohanty, & Totala (2019), concluyen que existe una relación positiva entre el EVA y el ROE, sin embargo, el EVA explicaría de mejor forma el comportamiento de las acciones en bolsa. Por su parte, Kadar & Rikumahu (2017) al examinar las compañías de telecomunicaciones que cotizan en la bolsa de indonesia, señalan que el EVA, ROE y ROA tienen una relación significativa con el MVA, mientras que Fernández (2002) señala que el EVA representa el valor actual

de los MVA futuros, siendo directa la relación entre ambos indicadores.

Respecto al grado de relación entre las prácticas de GC y los indicadores de creación de valor, los resultados de la tabla 5, señalan en primera instancia, que no hay significancia estadística entre las variables al nivel  $p \leq 0,1$ , no obstante, los resultados indican que la relación entre el EVA – GC es negativa y muy débil, la relación MVA – GC es positiva y débil durante el periodo 2015 - 2017, mientras que la correspondencia entre el ROE – GC es dispar en cada uno de los años, finalizando el período en un -0,039 (negativo y muy débil).

**Tabla 5**  
**Análisis de correlaciones entre el grado de adopción de las**  
**empresas IPSA y los indicadores de creación de valor**

Correlación Bivariada	Año 2015	Año 2016	Año 2017	Período 2015 - 2017
EVA - G° Adopción	-0,092	-0,085	-0,015	-0,061
MVA - G° Adopción	0,152	0,062	0,167	0,148
ROE - G° Adopción	0,203	-0,092	-0,243	-0,039

Nota: Las correlaciones bivariadas son significativas a los niveles de 0,1\*, 0,05\*\* y 0,01\*\*\* respectivamente.

Fuente: Elaboración propia

En complemento de los resultados de la tabla 5, los autores Acero y Alcalde (2012) señalan que pese a la proliferación de iniciativas que han tratado de analizar el efecto del GC sobre los resultados de la empresa, las evidencias obtenidas en esta materia son muy heterogéneas. Al respecto, Ben & Padilla (2019), al estudiar por 21 años las bolsas mundiales, indican que la reestructuración del GC, en el largo plazo, incide favorablemente en la performance financiera de las sociedades. Mientras que Burneo y Lizarzaburu (2016) al estudiar el mercado Peruano, concluyen que las empresas que son parte del indicador del Buen Gobierno Corporativo tuvieron una rentabilidad marginalmente mayor a las que no pertenecen a este índice.

En la misma línea, (Correa, Quintero, Gómez, & Castro, 2020), al estudiar 69 empresas que cotizan en la bolsa de valores de Colombia durante el período 2013 al 2017, concluyen que el GC permite fortalecer el desempeño financiero de las empresas, indicando que los inversionistas perciben que las compañías bien gobernadas son menos riesgosas. Finalmente, Aguilar,

Rodríguez y Cortez (2019) al estudiar 50 empresas listadas en la Bolsa Mexicana de Valores durante el período 2008 – 2017, concluyen que el impacto del GC solo se presenta en empresas de tamaño medio y no en casos extremos.

En contraste a los resultados anteriores, al investigar 37 instituciones no financieras de Indonesia, los autores Karamoy & Tulung (2020), detectaron que las áreas de GC no influyen significativamente en el precio de las acciones. Mientras que Moraga & Roper (2018) al estudiar las empresas más importantes del mercado chileno, establecieron que no existe una relación significativa entre el grado de adhesión a las prácticas de GC y variables financieras como la Q de Tobin, el margen de rentabilidad neta o el ROE. Al respecto Aguilar, Rodríguez y Cortez (2019) señalan que la falta de homogeneidad de los resultados se debe a los diferentes contextos sociales, económicos y de temporalidad, que fueron hechos cada uno de los estudios.

Por otra parte, en tabla 6, se puede apreciar que a nivel de actividad económica los resultados de las relaciones son dispares. En primera

instancia los datos indican que en la mayoría de los casos no existe significancia estadística a un nivel menor de  $p \leq 0,1$ . Mientras que en lo específico, los sectores correspondientes a actividades inmobiliarias y de transporte, como también almacenamiento y comunicaciones, sus resultados son altamente variables. En esta misma línea, la situación es un tanto diferente en las actividades económicas relacionadas al comercio y a la intermediación financiera, sectores donde se reflejó una tendencia clara entre la adopción de prácticas y

los indicadores de creación de valor, siendo en ambos positiva, destacando que en el primer sector la correlación es fuerte mientras que en la segunda más bien débil. Respecto a las correlaciones negativas por sectores, en el sector de industrias manufacturera existe una tendencia a la relación negativa pero fuerte, mientras que en la industria de suministros de electricidad la correlación para el período 2015 y 2016 es negativa y débil, mientras que el 2017 esta fue positiva y fuerte.

**Tabla 6**  
**Análisis de correlaciones entre el grado de adopción y los indicadores por sector económico**

Detalle	G° Adopción 2015			G° Adopción 2016			G° Adopción 2017		
	EVA	MVA	ROE	EVA	MVA	ROE	EVA	MVA	ROE
Actividades Inmobiliarias, Empresariales y de Alquiler	-0,627	0,302	-0,207	0,194	0,275	0,666	0,024	0,392	-0,853
Comercio al Por Mayor y Menor;	0,119	0,513	0,945	0,173	0,738	0,785	0,451	0,571	0,662
Industrias Manufactureras, no Metálicas	-0,383	-0,230	-0,610	-0,438	-0,086	-0,719**	-0,674	0,171	-0,621
Intermediación Financiera	0,434	0,408	0,339	0,136	0,151	0,122	0,015	0,067	-0,302
Suministro de Electricidad, Gas y Agua	-0,502	-0,190	-0,232	-0,589	-0,091	-0,292	0,616	0,583	0,601
Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	-0,084	0,945	0,281	0,794	-0,890	-0,940	0,494	-0,931	-0,968

Nota: Las correlaciones bivariadas son significativas a los niveles de 0,1\*, 0,05\*\* y 0,01\*\*\* respectivamente.

Fuente: Elaboración propia

Respecto a los resultados por sector económico, estos son aún más variables y poco comparables, por ejemplo, al estudiar la industria eléctrica brasileña, Dal Pai (2016), indica que el

GC ejerce un efecto positivo sobre los indicadores económicos-financieros de las compañías que cotizan en bolsa, en contraste a los resultados expresados en tabla 6. Respecto al sector financiero,

al analizar 16 industrias financieras comerciales del Perú, Cornejo, Dávila, Benavente, Carbajal, & Eche, (2019) concluyen que la rentabilidad de las instituciones financieras peruanas se relacionan significativamente con prácticas de GC ligadas al funcionamiento y composición del directorio. Respecto al caso chileno, la presente investigación es uno de los primeros estudios que considera las variables de GC y creación de valor por sectores económicos.

Finalmente, tabla 7 aborda las principales correlaciones por empresas. En primera instancia, en algunos casos existe significatividad en los niveles  $p \leq 0,1$  y  $p \leq 0,05$ , mientras que a nivel de promedios las empresas IPSA

presentaron una relación positiva débil en las tres correlaciones calculadas, mientras que a nivel de empresas los resultados son dispares, por ejemplo Empresas La Polar S.A., Sociedades de Inversiones Oro Blanco S.A., Viña Concha y Toro S.A, CAP S.A. y Aguas Andinas S.A., tuvieron una relación positiva fuerte en todas sus correlaciones, por tanto en el tiempo la adopción de prácticas de gobierno se puede relacionar a una mayor creación de valor en el tiempo, mientras que AES Gener S.A. y Embotelladora Andina S.A. presentaron una situación completamente diferente, terminando en este análisis bajo una correlación negativa pero también de carácter fuerte.

**Tabla 7**  
**Principales correlaciones horizontales por empresas**

Empresa	Correl. horizontal período 2015 - 2017		
	EVA - G° Adop. GC	MVA - G° Adop. GC	ROE -G° Adop. GC
AES Gener S.A.	-0,930	-0,965	-0,662
Aguas Andinas S.A.	0,968	0,608	0,424
Embotelladora Andina S.A.	-0,999**	-0,921	-0,992
CAP S.A.	0,970	0,938	0,937
Viña Concha y Toro S.A.	0,587	0,832	0,975
Inversiones Aguas Metropolitanas S.A.	0,999**	0,277	0,795
Sociedades de Inversiones Oro Blanco S.A.	0,871	0,672	0,683
Empresas La Polar S.A.	0,993*	0,567	0,997**
<b>Promedio Empresas IPSA</b>	<b>1,000**</b>	<b>0,872</b>	<b>0,396</b>

Nota: Las correlaciones bivariadas son significativas a los niveles de 0,1\*, 0,05\*\* y 0,01\*\*\* respectivamente.

Fuente: Elaboración propia

#### 4. Conclusiones

Tras el estudio realizado, se puede concluir que después de tres años de vigencia de la NCG N°385, el nivel de

adhesión a las prácticas de GC de las principales empresas chilenas que cotizan en bolsa es bajo o incipiente. En este sentido, la preocupación se extiende

a las sociedades que no son parte del principal índice bursátil de Chile, debido a que los niveles de adopción podrían ser mucho menor.

Adicionalmente, tras un período de vigencia de solo tres años del primer intento de normar la adhesión de prácticas de GC a través la NCG N°341, se observa que en mismo período de tiempo, la nueva normativa no ha fomentado una mayor adopción de prácticas. En consecuencia, el regulador debiera revisar la obligatoriedad de adoptar la normativa y también la obligatoriedad de la revisión de las respuestas por un tercero independiente.

En relación a las hipótesis planteadas, se acepta parcialmente  $H_0$ , debido a que la relación varía por cada uno de los indicadores y períodos estudiados, en este sentido la correlación entre el EVA y el grado de adopción es negativa pero muy débil, a diferencia de la relación MVA y el grado de adopción, que es positiva y débil, mientras que la relación ROE y grado de adopción es variada dependiendo del período de análisis. Adicionalmente, a nivel de sector económico los resultados siguen siendo dispares, existiendo una tendencia en los sectores económicos de comercio e intermediación financiera, la cual es positiva en todos los ejes de la relación.

Respecto a la heterogeneidad de los resultados, estos se deben en primera instancia a la baja adopción de prácticas de GC y a la variabilidad de los resultados financieros de cada uno de los indicadores, mientras que a nivel de comparabilidad con estudios de otros países, la evidencia sigue siendo poco concluyente, debido a los contextos sociales, económicos y temporales de cada estudio.

Finalmente, el presente estudio

agrega a la discusión sobre los beneficios del GC, el concepto de creación valor, bajo indicadores tradicionales y complejos, mostrando las relaciones por cada uno de los indicadores y períodos. Asimismo, se sugiere a las empresas que adopten estándares de gobierno, ya que los beneficios son percibidos por los diferentes stakeholders de la compañía como también por el mercado en general.

## Referencias bibliográficas

- Acero, I., y Alcalde, N. (2012). Gobierno Corporativo y Rendición de Cuentas: ¿Existe Algún Efecto sobre la Performance Empresarial? *Revista de Contabilidad*, 15(1), pp. 143-178.
- Agrawal, A., Mohanty, P., y Totala, N. (2019). Does EVA Beat ROA and ROE in Explaining the Stock Returns in Indian Scenario? An Evidence Using Mixed Effects Panel Data Regression Model. *Management and Labour Studies*, 44(2), 103-134.
- Aguilar, I., Rodríguez, M., y Cortez, C. (2019). ¿Son las prácticas de gobierno corporativo y de earnings management relevantes para el valor de las empresas en México?. *Contaduría y Administración*, 64(4), 1-20.
- Alcalde, A., Lopes, L., y Turola, R. (2013). EBITDA margin in brazilian companies. Variance decomposition and hierarchical effects. *Contaduría y Administración*, 58(2), 197-220.
- Alfaro, M. (2008). Apuntes sobre el gobierno corporativo en Perú. *Foro Jurídico*, 8, 96-104
- Amat, O. (2002). *EVA Valor Económico Agregado*. Bogotá: Editorial Norma.
- Arenas, F., y Sánchez, J. (2017). *Gobiernos Corporativos: Resultados*

- de la aplicación de la Norma de Carácter General N°385. *Contabilidad, Auditoría e IFRS*, (85).
- Arenas, F., Campos, R., y Santander, V. (2019). Adopción de prácticas de gobierno corporativo del mercado chileno en el trienio 2015 - 2017. *Visión de Futuro*, 23(2), 37-55.
- Azúa, D., Pizarro, V., Silva, B., y Díaz, P. (2010). Influencia de la Deuda con el Público y la concentración de la propiedad en la transparencia del mercado de capitales chilenos. *Estudios Gerenciales*, 26, 79-92.
- Bartual, C. y García, F. (2007). Análisis de los principales indicadores de creación de valor empresarial. Decisiones basadas en el conocimiento y en papel social de la empresa (pág. 3). Congreso Anual de AEDEM.
- Ben, F., y Padilla, L. (2019). Strategic change and corporate governance: Evidence from the stock exchange industry. *Journal of Business Research*, 103, 206-218.
- Bernal, T. (2006). *Metodología de la Investigación. Para administración, economía, humanidades y ciencias sociales*. Pearson Educación.
- Betancourt, J., Gómez, G. y López, M. (2011). Aproximación a los factores que influyen en la visión del patrimonio en las empresas familiares colombianas. *Estudios Gerenciales*, 27(120), 165-184.
- Bonmatí, J. (2011). El valor de una empresa y la creación de valor en esa empresa. *Cont4b/3*, (39), 10-12.
- Burneo, K., & Lizaraburu, E. (2016). Gobierno Corporativo en Mercados Emergentes: Impacto en la Bolsa de Valores de Lima - BVL. *Revista Globalización, Competitividad y Gobernabilidad*, 10(3), 57-115.
- Coloma, F. (2012). Gobierno Corporativo Rol y Desafíos Actuales. Seminario SOFOFA. Santiago. Recuperado el 20 de marzo del 2019, de [http://www.cmfchile.cl/portal/prensa/604/articulos-13352\\_doc\\_pdf.pdf](http://www.cmfchile.cl/portal/prensa/604/articulos-13352_doc_pdf.pdf)
- Cornejo, R., Dávila, J., Benavente, P., Carbajal, D. y Eche, C. (2019). *Impacto del gobierno corporativo en la rentabilidad de los bancos del Perú*. Universidad ESAN. Lima: ESAN Ediciones. [https://repositorio.esan.edu.pe/bitstream/handle/20.500.12640/1645/SGD\\_79.pdf](https://repositorio.esan.edu.pe/bitstream/handle/20.500.12640/1645/SGD_79.pdf)
- Correa, D., Quintero, J., Gómez, S. y Castro, C. (2020). El gobierno corporativo, un pilar indispensable para el desempeño financiero. *Universidad y Empresa*, 22(38), 40-64.
- Cuevas, C. (2001). Medición del Desempeño: Retorno sobre inversión, ROI; Ingreso residual, IR; Valor económico agregado, EVA; Análisis Comparado. *Estudios Gerenciales*, 17(79), 13-22.
- Dal, L. (2016). Gobierno corporativo y sus efectos en los indicadores económico-financieros de las empresas de capital abierto del sector eléctrico brasileño. *SaberEs*, 8(1), 43-58.
- Fernández, P. (2002). *Creación de Valor para los Accionistas*. Barcelona: Ediciones Gestión 2000.
- Fernández, P. (2005). Creación de valor para los accionistas: Definición y cuantificación. *Universia Business Review*, (6), 10-25.
- Flores, J., y Alan, R. (2008). El gobierno corporativo: un enfoque moderno. *QUIPUKAMAYOC*, 15(99), 7-22.
- Gómez, R. (2004). *Una herramienta para la toma de decisiones gerenciales: La*

- Creación de Valor (EVA)*. Granada: Universidad de Granada.
- Grant, J. (2003). *Foundations of Economic Value Added*. New Jersey: John Wiley & Sons.
- Kadar, K., y Rikumahu, B. (2017). Relationship analysis between EVA, EPS, ROA, ROE to MVA for measuring financial performance (Case study on telecommunication companies listed in IDX 2011-2016). *e-Proceeding of Management*, 4(3), 2555-2561.
- Karamoy, H., y Tulung, J. (2020). The effect of financial performance and corporate governance to stock price in non-bank financial industry. *Corporate Ownership & Control*, 17(2), 97-103.
- Lahura, E. (2003). *El coeficiente de correlación y correlaciones espúreas*. Lima: Pontificia Universidad Católica de Perú.
- Lefort, F. (2003). Gobierno Corporativo: ¿Qué es? y ¿Como andamos por casa? *Cuadernos de Economía*. 40(120), pp. 207-237
- Lefort, F. (2008). Hacia un mejor gobierno corporativo en Chile. *Abante*, 11(1), 19-45.
- Li Bonilla, F. (2010). El valor económico agregado (EVA) en el valor del negocio. *Revista Nacional de Administración*, 1(1), pp. 55-70.
- Mancilla, M., y Saavedra, M. (2015). El gobierno corporativo y el comité de auditoría en el marco de la responsabilidad social empresarial. *Contaduría y Administración*, 6(2), 486-506.
- Martínez, R., Tuya, L., Martínez, M., Pérez, A. y Cánovas, A. (2009). El coeficiente de correlación de los rangos de spearman caracterización. *Revista Habanera de Ciencias Médicas*, 8(25), 1-19
- Molina, M. (2014). Lectura crítica en pequeñas dosis, las trampas de la estadística. *Pediatría Atención Primaria*, 16, 181-186.
- Moraga, H., & Roper, E. (2018). Gobierno Corporativo y desempeño financiero de las empresas más importantes del mercado bursátil Chileno. *Revista Venezolana de Gerencia*, 23(81), 145-162.
- Nicoleas, E. (2013). Developments in Corporate Governance and Regulatory Interest in Protecting Audit Quality. *Economics, Management & Financial Markets*, 8(103), 198-203.
- Norma de Carácter General N°385**. (08 de 06 de 2015). Santiago.
- OCDE. (2004). Principios de Gobierno Corporativo. Paris: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos.
- Paul, E. (2017). El aporte del gobierno corporativo en las soluciones de los problemas actuales de la empresa moderna. *Revista de Derecho*, (23), 3-25.
- Porter, M., y Kramer, M. (2011). La creación de valor compartido. *Harvard Business Review*, pp. 3
- PwC, C. (2016). Implementación de la Norma de Carácter General N°385, Estatutos de los directorios en Chile. Santiago: PwC Chile y ESE Business School Universidad de los Andes.
- Quintero, V., Muñoz, M., Martínez, C. y Díaz, A. (2015). Cluster informático para modelar la correlación de las TIC y los resultados académicos en la prueba enlace. *Saber*, 27(2), 293-299.
- Ramírez, C., Carbal, A. y Zambrano, A. (2012). La creación de valor en las empresas: El valor económico

- agregado - EVA y el valor de mercado agregado - MVA en una empresa metalmecánica de la ciudad de Cartagena. *Saber, Ciencia y Libertad*, 7(1), 157-169.
- Rivero, P. (2005). Responsabilidad social y gobierno corporativo: Información y transparencia. *Revista Asturiana de Economía*, (34), 9-29.
- Saavedra, M., y Saavedra, J. (2012). El valor económico agregado y su relación con el valor agregado de mercado, la utilidad por acción y el rendimiento de los activos, en México: 2001 - 2008. *Recherches en Sciences de Gestion*, 3(90), 15-40.
- Stewart, S. (2009). EVA Momentum: The one Ratio That Tells the Whole Story. *Journal of Applied Corporate Finance*, 21(2), 74-86.
- Superintendencia de Valores y Seguros. (2015). Fortalecimiento de Estándares de Gobierno Corporativo de las Sociedades Anónimas Abiertas. Santiago.
- Tejedo, F., Ferraz, J. y Luiz, M. (2017). Mecanismo de gobierno corporativo y capital intelectual. *Revista Brasileira de Gestao de Negócios*, 19(65), 394-414.
- Vergíu, J., y Christian, B. (2007). Los indicadores financieros y el Valor Económico Agregado (EVA) en la creación de valor. *Industrial Data*, 10(1), 42-47.
- Zegers, M., y Consiglio, J. (2013). Gobierno Corporativo en Latinoamérica: Un análisis comparativo entre Brasil, Chile, Colombia y México. Santiago: Centro de Gobiernos Corporativos, Pontificia Universidad Católica de Chile.