

**UNIVERSIDAD INCA GARCILASO DE LA VEGA**

**NUEVOS TIEMPOS NUEVAS IDEAS**

**ESCUELA DE POSGRADO**

**DR. LUIS CLAUDIO CERVANTES LIÑAN**



**TESIS**

**Uso de las Teorías de Creación de Valor y de la Estructura de  
Capital en la gestión financiera de empresas industriales y  
mineras enlistadas en la Bolsa de Valores de Lima**

**Periodo 2006-2015.**

**PARA OPTAR EL GRADO ACADÉMICO DE MAESTRO EN FINANZAS Y MERCADOS FINANCIEROS**

**Presentado por: RICARDO NORBERTO VILLAMONTE BLAS**

**Asesor : Dra. María Nelly Mego Pérez**

**Lima, Mayo 2017**

## INDICE

Resumen .....	6
ABSTRACT.....	8
Introducción.....	10

### Capítulo I.

#### Fundamentos Teóricos de la Investigación

1.1	Marco Histórico.....	14
1.2	Marco Teórico de la Creación de Valor y de la Estructura de Capital .....	19
1.2.1	Discusiones del efecto de la política de inversiones sobre el valor de la Empresa.....	20
1.2.2	Teorías de la incidencia de la política de dividendos sobre el valor de la Empresa.....	21
1.2.2.1	Ámbito de los impuestos .....	21
1.2.2.2.	Enfoque de la teoría de la agencia .....	23
1.2.2.3	Relación entre la teoría de la información asimétrica, la teoría de señales y el pago de dividendos.....	25
1.2.2.4	Controversia sobre el efecto de la estructura de capital en el valor de la Empresa.....	27
1.2.2.5	La Teoría de la Estructura de Capital.....	29
1.3	Investigaciones.....	32
1.3.1	Modelos para la Creación de Valor.....	34

1.3.2	Modelo para la Jerarquización Financiera de la Estructura de Capital.....	36
1.4	Marco Conceptual .....	38

## **Capítulo II.**

### **El Problema, Objetivos, Hipótesis y Variables**

2.1	Planteamiento del Problema.....	47
2.1.1	Descripción de la Realidad Problemática.....	47
2.1.2	Antecedentes Teóricos .....	50
2.1.3	Definición del Problema .....	52
2.1.3.1	Problema Principal.....	52
2.1.3.2	Problemas Específicos.....	53
2.2	Finalidad y Objetivos de la Investigación.....	54
2.2.1	Finalidad.....	54
2.2.2	Objetivos General y Específicos.....	55
2.2.2.1	Objetivo General.....	55
2.2.2.2	Objetivo Específicos.....	55
2.2.3	Delimitación del Estudio.....	56
2.2.4	Justificación e Importancia del Estudio.....	56
2.3	Hipótesis y Variables.....	57
2.3.1	Supuestos Teóricos.....	57
2.3.2	Hipótesis Principal y Específicas.....	57
2.3.2.1	Hipótesis Principal.....	57

2.3.2.2 Hipótesis Específica 1.....	58
2.3.2.3 Hipótesis Específica 2.....	58
2.3.3 Variables e Indicadores.....	59

### **Capítulo III.**

#### **Método, Técnica e Instrumentos**

3.1 Población y Muestra .....	62
3.2 Diseño a utilizar en el estudio.....	65
3.3 Resumen de pruebas e indicadores econométricos y estadísticos , y gráficos a utilizar.....	67
3.4 Técnicas e instrumento de Recolección de Datos.....	75
3.5 Procesamiento de Datos.....	76

### **Capítulo IV.**

#### **Presentación y Análisis de los Resultados**

4.1 Presentación de Resultados .....	77
4.2 Contrastación de Hipótesis.....	83
4.3 Discusión de Resultados.....	108

### **Capítulo V.**

#### **Conclusiones y Recomendaciones**

5.1 Conclusiones .....	116
5.2 Recomendaciones.....	121
BIBLIOGRAFIA .....	123

## **ANEXOS**

Anexo 1:	Información de Empresas: Descripción y breve referencia histórica.....	131
Anexo 2:	Cálculo de la Muestra.....	153
Anexo 3 :	Matriz de Coherencia .....	155

## **CUADROS , MATRICES y GRÁFICOS**

Cuadro Nº 1	Primer Modelo.....	41
Cuadro Nº 2	Segundo Modelo.....	42
Cuadro Nº 3	Tercer y Cuarto Modelo.....	46

Matriz de Resultados Nº 1: Creación de valor a través del estudio de la variable dependiente valor de mercado .....	87
---	----

Matriz de Resultados Nº 1- A: Creación de valor a través del estudio de la variable dependiente valor de mercado. Las 3 empresas con mejor performance del modelo.....	88
--	----

Matriz de Resultados Nº 2: Creación de valor a través del Estudio de la variable dependiente cotización de las acciones .....	92
---	----

Matriz de Resultados Nº 3: Jerarquización Financiera de la Estructura de Capital.....	97
---	----

Matriz de Resultados N° 4: Jerarquización Financiera de la Estructura de Capital.....	104
Matriz de Resultados N° 4 - A: Jerarquización Financiera de la Estructura de Capital. Las 3 empresas con mejor significancia económica y e/o estadística .....	105
Matriz de Resultados N° 4 - B : Orden Jerárquico de la Teoría y Orden Encontrado -Análisis de Betas Estandarizadas.....	107
Gráfico N° 1 : Modelo 1 .....	89
Gráfico N° 2 : Modelo 2.....	93
Gráfico N° 3 : Modelo 3 .....	98
Gráfico N° 4 : Modelo 4.....	106

## RESUMEN

El objetivo general de la investigación es determinar si es representativo el uso de las teorías de creación de valor y de la jerarquización financiera de la estructura de capital en la gestión financiera de las empresas industriales y mineras enlistadas en la bolsa de valores de Lima, mediante la contrastación empírica de los modelos de los autores López - Lubián (2000), Fernández P. (2004) y, Fernández y Rojas Conde (2004 ). Para ello se consideró una muestra de 13 empresas: 8 industriales y 5 mineras . La Hipótesis General planteada señala que para el caso peruano no es representativo el uso de las teorías mencionadas, la hipótesis ha sido comprobada .Los resultados encontrados son los siguientes: de las 13 empresas evaluadas se ha encontrado que ninguna empresa industrial o minera cumple plenamente las pruebas de los postulados de la teoría de creación de valor. Las empresas que más se acercan al cumplimiento de la teoría son las empresa industrial CEMENTOS PACASMAYO y EL COMERCIO. Asimismo ninguna empresa cumple plenamente los postulados de la teoría de jerarquización financiera de la estructura de capital. La empresa que más se acerca al cumplimiento de esta última teoría es la empresa CERVECERIA SAN JUAN S.A.

La contribución y finalidad de la investigación de la investigación es de que el público y el inversionista peruano cuenta a través del estudio con una mayor información y formación que genere una cultura de aprendizaje

y de análisis en materia de gestión financiera que permita evaluar y mantener desde el lado de la demanda una relación más fuerte y sostenida, mediante una percepción más técnica y académica sobre la gestión financiera de las empresas que cotizan en la bolsa de valores de Lima.

El tipo de investigación es aplicada, el nivel de investigación es explicativo de comprobación causal ,la investigación siguió el método de análisis , de relación causa efecto y las técnicas utilizadas fueron: diseño no experimental longitudinal, modelo econométrico de series temporales , mínimo cuadrados ordinarios y los softwares: e – views y stata.

Palabras Claves: creación de valor , jerarquización financiera, estructura de capital.

## **ABSTRACT**

The general objective of this research is to determine the relationship of the use of the value creation theories and the financial hierarchy of the capital structure in the financial management of the industrial and mining companies listed in Lima stock market by empirical contrasting of the models of the authors López - Lubián (2000), Fernández P. (2004) and, Fernández and Rojas Conde (2004). For this, it was considered an interest sample of 13 companies: 8 industrial and 5 mining companies. The General suggested Hypothesis states that for the Peruvian case there is a low level of relation; the hypothesis has been proved. The outcomes found are as follow: from the 13 evaluated companies it has been found that any of these mining or industrial companies fully fulfill the hypothesis of the value creation theory. The company that is closest to fulfill this theory is CEMENTOS PACASMAYO industrial company. Also, any company fully fulfills any of the hypotheses of the financial hierarchy of the capital structure theory. The company that is closest to the fulfillment of this last theory is the company CERVECERIA SAN JUAN S.A.

Contribution and objective of this research aims for the public and Peruvian investor can have through this study greater information and formation that generates a learning and analysis culture about financial management that allow them evaluating and keep a stronger and sustainable relation from the demand side, through a more technical and academic perception about

financial management of the companies that they quote in Lima stock market.

The research followed an analysis method and a cause-effect relation; techniques used were: non-experimental longitudinal design; econometric model of temporary series of minimum ordinary squares, and software used were e – views and stata.

**Key Words:** Value creation, financial hierarchy and capital structure.

## INTRODUCCIÓN

A nivel internacional las teorías financieras sobre la creación de valor y sobre la jerarquización financiera de la estructura de capital han tenido aplicaciones con resultados positivos o negativos en diferentes países. Las mencionadas teorías han tenido entre sus precursores a Modigliani y Miller (1958) y, a Myers y Majluf (1984) respectivamente, posteriormente aparecieron otros autores que han ido perfeccionando su formulación y comprensión mediante estudios sobre la evidencia empírica, entre ellos están las investigaciones de López - Lubián (2000), Fernández P. (2004) y, Fernández y Rojas Conde (2004 ).

Los aspectos que se investigaron fueron los siguientes:

Sobre la teoría de creación de valor, con el modelo de Fernández ( 2004) se analiza la relación e incidencia sobre la variable dependiente valor de mercado de la empresa de tres variables explicativas :el comportamiento de la deuda, el pago de dividendos y la evolución de la inversión. Con el modelo de Lopez- Lubiàn se analiza la relación sobre la variable dependiente cotización de las acciones de las mismas tres variables explicativas anteriormente señaladas.

Sobre la teoría de jerarquización financiera de la estructura de capital se analiza la relación e incidencia sobre la variable dependiente deuda total de las siguientes variables explicativas : la emisión de nuevas acciones ,

las necesidades de inversión ,la utilización del capital de trabajo ,el flujo de fondos y, la deuda corriente .

El objetivo general de la investigación es determinar que no es representativo el uso de las teorías de creación de valor y de la jerarquización financiera de la estructura de capital en la gestión financiera de las empresas industriales y mineras enlistadas en la bolsa de valores de Lima, mediante los modelos de los autores López - Lubián (2000), Fernández P. (2004) y, Fernández y Rojas Conde (2004 ). El estudio evaluó una muestra de 13 empresas.

El tipo de investigación es aplicada, el nivel de investigación es explicativo de comprobación causal ,la investigación siguió el método de análisis , de relación causa efecto y las técnicas utilizadas fueron: diseño no experimental longitudinal, modelo econométrico de series temporales , mínimo cuadrados ordinarios y la fuente de información estadística fue el Bloomberg y los softwares: e – views y stata.

La forma y condiciones en que se realizó fueron las siguientes:

Los datos estadísticos fueron obtenidos del Bloomberg y fueron recopilados de los Balances Generales, Estados de Pérdidas y Ganancias, Fuentes de Fondos, Flujos de Fondos, e información estadística general que brinda el Bloomberg, se utilizaron hojas excell para la recopilación estadística trimestral de 10 años de 13 empresas .

Se considera que la investigación contribuye a brindar información y formación a fin de que el público empiece a construir una cultura financiera y, que los inversionistas conocedores o no de las diferentes teorías en materia de finanzas corporativas analicen bajo una percepción más técnica la toma de decisiones financieras de las empresas que están enlistadas en la Bolsa de Valores de Lima.

La organización del presente trabajo de investigación es el siguiente:

En los tres primeros capítulos se presenta la estructura teórica y técnica del estudio. En el primer capítulo se puede tomar conocimiento : del marco histórico ,en ella se presenta una referencia y aportes a las teorías de creación de valor, de la estructura de capital y de los mercados imperfectos de los autores: Modigliani Miller (1958) , Myers (1977), Rappaport (1999) Jensen (1986); y McConnell y Servaes (1995), Myers y Majluf (1984) y, Zambrano y Acuña( 2011); del Marco Teórico: en ella se expone los siguientes temas: discusiones del efecto de la política de inversiones sobre el valor de la empresa, de Myers (1977); teorías de la incidencia de la política de dividendos sobre el valor de la empresa: el ámbito de los impuestos de Black y Scholes (1974); el enfoque de la teoría de la agencia ,de Jensen y Meckling (1976) y los aportes de Fama y French (2002); la relación entre la teoría de la información asimétrica, la teoría de señales y el pago de dividendos de los autores : Perrotini (2002), Rodríguez Sánchez ( 2001), Estrada ( 2013) , la controversia sobre el

efecto de la estructura de capital en el valor de la empresa de Durand (1952), y sobre la teoría de la jerarquización financiera de la estructura de capital de Myers y Majluf (1984).

Se presenta las investigaciones que han sido revisadas y que están vinculadas al presente estudio, estas son los trabajos de los autores: Black y Scholes (1974), Correa (2013), Bernartzi, Michaely y Thaler (1997), De Andrés, Azofra y Rodríguez (2000), Fernández y Rojas Conde (2004), posteriormente se presenta los modelos de creación de valor de López-Lubián (2000), y de jerarquización financiera de la estructura de capital de Fernández y de Rojas Conde (2004 ). Luego se desarrolla el marco conceptual donde se expone la definición e indicadores de las variables que serán utilizadas.

En el segundo capítulo se presenta el problema, los objetivos, hipótesis y sus variables, siendo el objetivo general de la investigación: determinar que no es la representativo el uso de las teorías de creación de valor y estructura de capital en la gestión financiera de 13 empresas industriales y mineras enlistadas en la bolsa de valores de Lima.

En el tercer capítulo se presenta el método, la técnica e Instrumentos de la investigación.

En el cuarto capítulo se presenta y analiza los resultados de la investigación y finalmente en el quinto capítulo se presenta las conclusiones y recomendaciones.

# CAPÍTULO I

## FUNDAMENTOS TEÓRICOS DE LA INVESTIGACIÓN

### 1.1 Marco Histórico

Dos de las principales preocupaciones de los teóricos de las finanzas corporativas se refieren, uno a que el objetivo de la función financiera es la generación de valor para el accionista: teoría de la creación de valor y, el otro a la estructura de capital siendo uno de sus ámbitos: la teoría de la jerarquización financiera.

En lo que se refiere a la teoría de la creación de valor Modigliani Miller (1958) afirmaron que la estructura financiera no tenía incidencia en la creación de valor de la empresa, luego Myers (1977) y , Rappaport (1999) contribuyeron con el desarrollo de la teoría señalando que la estructura financiera si explicaba la creación de valor (Armendáriz Lasso, 2015). Posteriormente se generó una ola de trabajos criticando, ampliando, complementando o diversificando la discusión sobre el efecto de las decisiones financieras sobre el valor de la empresa entre ellas las de Jensen (1986); y McConnell y Servaes (1995).

En los últimos 15 años la creación de valor ha vuelto a tener vigencia como la teoría financiera base para evaluar el desempeño de la empresa y principalmente la evolución de las rentabilidades empresariales, por cuanto ayuda a los empresarios a pasar de un enfoque de corto a largo plazo a otro de largo plazo basado en la evaluación de estrategias para crear valor y reeditar ganancias en forma de dividendos.

Han proliferado diferentes indicadores y enfoques econométricos para obtener el mejor modelo que mejor explique el cómo se genera valor en la empresa y sus variables independientes. Esta situación ha dado pie a que la discusión sobre los mejores indicadores y enfoques sea conocida como la jungla de los metrics (López-Lubián, 2000).

En lo referente a la teoría de la jerarquización Modigliani y Miller (1958) afirmaron que la estructura financiera estudiada a partir de la autofinanciación, financiación directa o indirecta no influía en el valor de la empresa y en su coste de capital, y que por lo tanto era irrelevante. Bajo ese enfoque era más importante el Valor Actual Neto o la rentabilidad de los proyectos y no las fuentes de financiación. Posteriormente aparecen varios modelos económicos financieros que basándose en que los mercados financieros son imperfectos, aseveran que la estructura de capital deja de ser irrelevante.

El estudio de Modigliani y Miller (1958) se basa en que los mercados son perfectos. Tomando el estudio de (Zambrano y Acuña, 2011) podemos señalar que los principales supuestos para que los mercados sean perfectos son los siguientes: No existen costos de transacción, no hay asimetría de la información y los agentes no pueden influir en la formación de los precios en el mercado; no existen impuestos, es decir que no se tiene en cuenta los impuestos sobre las utilidades en las diferentes firmas; los accionistas dueños de la empresas y por lo tanto del capital tienen una conducta racional: pretenden maximizar la riqueza pero a su vez son indiferentes a si ésta se logra por aumento de los dividendos o en el precio de las acciones; la utilidad operacional para períodos futuros de todos los inversionistas de la firma es la misma para todos y será constante en el tiempo, es decir, la empresa no tiene crecimiento; son perfectamente sustituibles las acciones de las firmas agrupadas en un mismo nivel de riesgo; el impuesto sobre la renta de personas naturales es neutral; el acceso a los mercados es idéntico para todos los participantes; las expectativas son homogéneas; la información no tiene costo; no existen costos de quiebra.

Sin embargo bajo el enfoque de las imperfecciones del mercado se deben considerar la existencia de: costos de transacción para el inversor; limitaciones al endeudamiento personal; diferente estructura impositiva de las personas físicas; que el acceso a la información tiene

costo; asimetría en la información; costos de emisión; costos de dificultades financieras; costos de agencia (teoría de la agencia); que los activos son indivisibles; y finalmente que los mercados son limitados.

Para fines del presente estudio y considerando el ámbito de que los mercados financieros son imperfectos son 2 los elementos que influyen en la elección de la estructura de capital que serán tratados y son los siguientes: la asimetría de la información, y la teoría de la agencia.

El tema de la información es importante, su ausencia genera incertidumbre y por ello se presentan muchos problemas a la hora de tomar decisiones, en ella un elemento importante es la asimetría de la información concebida como el grado de incertidumbre que experimentan los distintos agentes, la cual se genera en un mercado cuando una de las partes que intervienen en una compraventa cuenta con mayor información, incumpléndose la teoría de los precios de un sistema de competencia perfecta, así se generan fallos de mercado, y aparecen los resultados económicos ineficientes.

Según Myers y Majluf (1984), las asimetrías informativas entre inversores y directivos ocasionan que las decisiones de financiación se conviertan en señales informativas sobre la empresa a partir de allí

se genera una jerarquía u orden de utilización de las fuentes de financiación.

En un ámbito de información asimétrica en economía la teoría de la señalización, estudia los mecanismos utilizados en ciertos mercados que resuelven los problemas de desequilibrio en la información. La utilización, de señales de información, mejoran los resultados de las transacciones. Por ejemplo, bajo un modelo de señalización del mercado de trabajo, los potenciales empleados envían señales acerca de su nivel de habilidad a los empleadores mediante la presentación y sustentación de ciertos niveles educativos.

La teoría de la agencia es un método de gestión empresarial, mediante un sistema de subcontratación de directivos o gerentes que se encargaran de las diversas tareas de la empresa. Sin embargo, se reconoce que cada uno de los personajes de una relación de agencia tiene sus propios intereses e intentan maximizar su utilidad personal. Los directivos en muchas oportunidades tienen sus propios intereses y enfoques los cuales son diferentes a los de los accionistas. Cuando una de las partes esta menos informada y no puede distinguir entre la buena o mala calidad de lo ofrecido, se genera selecciones adversas.

Myers y Majluf (1984), consideran que en razón de que existen problemas de selección adversa las empresas prefieren la financiación

interna a la externa, pero en el caso de que los fondos externos sean necesarios, las empresas eligen financiarse con deuda en lugar de

financiarse con acciones, debido a que son más bajos los costes de información vinculados a la emisión de deuda. Por ello según la teoría de jerarquización financiera el orden del financiamiento empresarial es el siguiente: primero la autofinanciación, segundo la financiación directa o indirecta y en último lugar la financiación mediante la emisión de nuevas acciones. En este estudio se intenta mediante la evidencia empírica analizar si se cumple la mencionada teoría en el caso de la gestión financiera de una muestra de empresas enlistadas en la Bolsa de Valores de Lima.

## **1.2 Marco Teórico de la Creación de Valor y de la Estructura de Capital.**

A continuación se presenta un resumen evolutivo de las principales teorías que se refieren a la influencia de la política de las inversiones, de los dividendos y de la estructura de capital sobre la creación de valor en la empresa, en la siguiente sección se presenta el estado del arte de las investigaciones encontradas sobre los que se tiene especial interés por la naturaleza del presente trabajo.

### **1.2.1 Discusiones del efecto de la política de inversiones sobre el valor de la empresa**

En la presente investigación la relación entre las decisiones de inversión y la creación de valor como también con la estructura de capital, el reconocimiento de las imperfecciones del mercado son partes del marco teórico básico desde donde se abordará la gestión empresarial como también los modelos de los autores que se van a contrastar con la evidencia empírica para el caso peruano.

Las imperfecciones pueden ocasionar que los directivos de las empresas no tomen proyectos de inversión con VAN positivo (infra inversión) y más bien acepten o tomar proyectos de inversión con VAN negativo (sobreinversión).

Bajo una situación de infra inversión los accionistas de una empresa compañía, muy endeudada, renuncian a proyectos de inversión de bajo riesgo con VAN positivo, en razón de la creencia de que si los realizan los acreedores capitalizarían el aumento de valor de la empresa, en lugar de los propios accionistas (Myers, 1977). Los accionistas no realizaran

mayores inversiones en la empresa ya que consideran que se generará una transferencia de valor de los accionistas actuales a los futuros.

Bajo la teoría de la agencia, se pueden generar conflictos entre los accionistas actuales y nuevos accionistas en el momento de tomar decisiones de inversión. La sustitución de activos es uno de esos conflictos mediante el cual se aceptaría un proyecto de inversión con VAN negativo en lugar de otro con VAN positivo o, en otro caso elegir de entre dos alternativas de VAN positivo la menor, lo cual redundaría negativamente en el aumento del valor de la compañía. Si estamos bajo el ámbito de empresas muy endeudadas, la sustitución de activos puede generar una quiebra en el futuro.

## **1.2.2 Teorías de la incidencia de la política de dividendos sobre el valor de la empresa**

Las teorías existentes en este tema son variadas y diferenciadas. En términos generales se puede señalar que provienen de tres orígenes, el efecto de los: impuestos, de los costes de agencia y de la información asimétrica.

### **1.2.2.1 Ámbito de los impuestos**

Para iniciar la explicación del efecto o relación de los estudios que relacionan la política de dividendos

con el valor de la empresa se parte del trabajo de Modigliani y Miller (1958), quienes establecieron en un primer momento la irrelevancia de la política de dividendos sobre el valor de la empresa, en su estudio asumieron la inexistencia de impuestos entre otros supuestos.

Pero posteriormente el efecto clientelas insatisfechas, el cual consiste en considerar que debido a diferentes cargas y tipos de impuestos entre los accionistas estos tienen una diferente percepción marginal de la carga tributaria y por lo tanto una diferente percepción sobre sus ganancias individuales globales, provoca que ellos elijan diferente retribución buscando que optimizar el efecto fiscal personal. Por ello se explica por que inversionistas con una marginalidad baja de la carga tributaria adquieren acciones con elevados dividendos y viceversa, de allí proviene la creencia de que los dividendos repartidos no afectan el valor de la empresa (Black y Scholes, 1974), es decir no se cumple la lógica de que a mayor pago de dividendos el valor de la empresa crece, por cuanto esta de por medio el tipo de cliente según su marginalidad tributaria.

### **1.2.2.2 Enfoque de la teoría de la agencia**

En general los trabajos sobre la carga y la marginalidad impositiva explican diferenciadamente el efecto del pago de dividendos sobre la generación de valor de la empresa, y para muchos estudiosos no la explican satisfactoriamente. A partir del estudio de Jensen y Meckling (1976), la teoría de la agencia ha aportado otra forma de entender la política de dividendos de la empresa.

Sobre la Teoría de la Agencia podemos señalar lo siguiente: el empresario o accionista invierten un capital y en la búsqueda de maximizar su valor o maximizar el valor de la empresa, contratan a agentes (gerentes y directivos), sin embargo estos después de ingresar a la empresa pueden fijar otras preferencias o intereses. Mediante la teoría de la agencia se reconoce la distribución y asignación de derechos a los directivos, gerentes o agentes, la asignación de derechos de control, y de la toma de decisiones. En la gran sociedad anónima, los accionistas, propietarios, aportan el capital, y el

control de los resultados lo ejercen a través de la asamblea general, una vez al año. La función de control, en un sentido pleno, la realizará el consejo de administración, establecido de modo formal en la organización.

La pregunta subsecuente es ¿cómo se puede garantizar que los agentes o directivos tomarán decisiones buscando el interés de los propietarios, en lugar de buscar otros objetivos a favor de ellos (Peris-Ortiz, 2012 )?

Como se señala en Peris-Ortiz los aportes de Fama y French (2002) y de Jensen y Meckling (1976), el control sobre los agentes, no garantizan en la práctica un control efectivo del problema de agencia. Primero, porque ningún sistema de control puede encauzar de forma inequívoca el comportamiento de agentes a los cuales se les da un amplio margen de discrecionalidad (el caso de los altos directivos), o un amplio margen de actuación para que actúen según su conocimiento específico (técnicos y expertos). En segundo lugar porque, refiriéndonos a la gran sociedad anónima, la idea misma del control, tal como está planteada, y el instrumento de control formado

por el consejo de administración, tienen frecuentemente imperfecciones. De allí que una política de dividendos puede estar dándose cuando no se este generando un adecuado control sobre los agentes.

### **1.2.2.3 Relación entre la teoría de la información asimétrica, la teoría de señales y el pago de dividendos**

La teoría de la información asimétrica establece que el mercado opera en base a información incompleta, en ella se muestra que en ausencia de mecanismos para verificar y establecer contratos que aseguren la calidad de lo ofertado, los mercados pueden fallar (Perrotini,2002). Asimismo cuando no hay adecuados controles, la separación entre la propiedad y la dirección, origina una asimetría informativa entre los aportantes de fondos y los responsables de su uso (Rodríguez Sánchez, 2001).

En ese contexto, la teoría de la jerarquización financiera de Myers y Majluf (1984), que sostiene que los directivos prefieren en primer lugar financiar

sus inversiones con beneficios retenidos, en segundo lugar, emitiendo deuda y en último lugar formando nuevo capital mediante acciones, tiene problemas para su cumplimiento. Es decir la asimetría no permite que se cumpla el orden jerárquico.

La teoría de la señalización de Spence (Estrada, 2013) en economía, estudia en el marco de la información asimétrica, los mecanismos utilizados en algunos mercados que resuelven los problemas de desequilibrio en la información. Su utilización por los inversionistas mejoran los resultados de sus transacciones, cuando comprenden o codifican adecuadamente la información, por ejemplo ,cuando interpretan adecuadamente la relación entre determinada política de dividendos y la gestión empresarial.

Al respecto podemos recordar que Fama y French (2002) señalan que en referencia a la relación entre la política de dividendos y la teoría de la jerarquización financiera ,que hay una relación negativa entre el pago de dividendos y las oportunidades de crecimiento, si la empresa tiene la oportunidad de crecer y requiere de financiamiento

retendrá sus ganancias para reinvertirlas. Esto se constituye en un mecanismo y en una señal sobre la relación pago de dividendos y el valor de la empresa. Si incurre en mayor financiamiento puede generar un riesgo de quiebra y por lo tanto afectar negativamente al valor de la empresa.

Para configurar la evidencia empírica entre la teoría de la información asimétrica y la de jerarquización financiera el enfoque de señales ha permitido visualizar el efecto informativo entre una variación en la política de dividendos y el valor de la empresa.

#### **1.2.2.4 Controversia sobre el efecto de la estructura de capital en el valor de la Empresa**

Existen varios enfoques sobre el efecto de la estructura de capital sobre el valor de la empresa, el primero de ellos es el de Durand (1952) quien postulo la existencia de un ratio óptimo de endeudamiento que maximizaba el valor de la empresa. El segundo, el teorema básico de Modigliani-Miller (1958), bajo el enfoque de un mercado eficiente, el valor de una empresa no se ve

afectada por la forma en que la empresa se financia.

No interesa si la empresa se ha

autofinanciado, ha recurrido a la financiación directa o indirecta, ni tampoco cual ha sido la política de dividendos de la empresa . Por ello al teorema básico de Modigliani Miller se le conoce como el principio de irrelevancia de la estructura de capital. A partir del mencionado autor han ido apareciendo diferentes ponencias como las de: McConnell y Servaes (1995), quienes estudian el valor de la empresa, identificando dos situaciones posibles al respecto: la sobreinversión y la infra inversión. A este estudio se le asocia el de Jensen (1986) quien manifestó que el nivel óptimo de endeudamiento es aquél que en situaciones de sobreinversión, permite al empresario liberar (usar como autofinanciación) todo el flujo de caja que no pudo ser invertido en proyectos con VAN positivo . Dichos estudios se basan en los estudios señalados anteriormente de Myers (1977), Rappaport (1999) que contribuyeron con el desarrollo de la teoría que considera que la

estructura financiera si explicaba la creación de valor (Armendáriz Lasso, 2015).

#### **1.2.2.5 La Teoría de la Estructura de Capital**

Para el presente estudio la teoría base es la teoría sobre jerarquización financiera de la estructura de capital de Myers y Majluf, (1984). Esta teoría considera que en la relación empresas y los mercados financieros se da la existencia de información asimétrica por cuanto los funcionarios, gerentes o directivos, manejan y tienen mejor información que los inversionistas del mercado financiero, además de ello existen costos de emisión de deuda que tiene que ser asumidos por la empresa. En razón de lo señalado para minimizar los problemas de la información asimétrica y de los costos de financiación, las empresas tienden a ordenar sus fuentes de financiamiento de la siguiente manera primero recurren a la autofinanciación, luego a la financiación directa o indirecta y en último lugar a la financiación mediante la emisión de nuevas acciones. Por lo tanto en el modelo de Myers y Majluf (1984) la política de financiación de la empresa debe

basarse en la autofinanciación, por ejemplo en el capital de trabajo, y en el flujo de fondos disponible después de impuestos y en segundo lugar en la generación de deuda, por ejemplo prestamos financieros o de proveedores o bonos sin riesgo, antes de, en tercer lugar, recurrir a la financiación externa con riesgo por ejemplo emisión de nuevas acciones ( pago de nuevas acciones ). Bajo el enfoque de los autores es posible que algunas empresas cuenten con oportunidades de inversión que superen al flujo de caja operativo y en una situación en las que ya no les sea posible emitir deuda sin riesgo, dejen pasar interesantes inversiones, en vez de financiarlo con la emisión de acciones.

La teoría señala un orden jerárquico en el que destaca que la autofinanciación es la única que no tiene problemas de selección adversa, la deuda si tiene problemas de selección adversa, pero en una mayor medida lo tiene el financiamiento mediante nuevas acciones. Desde el punto de vista de la empresa, la autofinanciación es la mejor alternativa de financiación, luego le sigue la deuda y la

financiación mediante acciones. Desde el punto de vista del inversionista externo a la empresa, las acciones tienen riesgo por ello deben pagar más que el financiamiento mediante deuda a través de bonos. Es importante señalar que bajo la teoría de la jerarquización, los cambios en el nivel de deuda no se deben a la necesidad de lograr un objetivo de endeudamiento, sino a la necesidad de lograr financiación externa, cuando los recursos de autofinanciación se han agotado y se mantienen las oportunidades de inversión.

Según Correa (2013) la teoría de la jerarquización financiera de Myers y Majluf (1984) no presenta ninguna relación exacta o directa entre el ratio de endeudamiento y el valor de la empresa, en razón de que dicha teoría no se basa en la existencia de un ratio óptimo que maximice el valor de la empresa, por lo tanto la empresa buscará endeudamiento cuando las posibilidades de inversión no puedan ser cubiertas por la autofinanciación. En razón a ello la relación entre deuda y valor podrá ser o positiva o negativa, ya que dependerá de las posibilidades de capital de trabajo propio y de las oportunidades de crecimiento

de las que disponga la empresa en un momento determinado.

### **1.3 Investigaciones**

Las investigaciones revisadas y sus conclusiones son las siguientes:

En materia del ámbito de los impuestos, son numerosos los estudios sobre la evidencia empírica del tema, agrupándose entre los que manifiestan que hay una relación negativa y los que manifiestan una relación positiva entre el pago de dividendos y el valor de la empresa.

Entre los primeros están los estudios que concluyen que la negatividad se da por la existencia de diferentes tipos marginales entre ganancias finales obtenidas a través de dividendos o de ganancias de capital (por ejemplo: especulación), normalmente las ganancias de capital son mayores a las primeras. Entre los segundos están el trabajo de Black y Scholes (1974), en el cual mediante el modelo del Capital Asset Price Model (CAPM) o Modelo de Valoración de Activos de Capital, concluyeron por la evidencia empírica de que existe una relación positiva entre reparto de dividendos y el valor de la empresa.

En materia de la teoría de la agencia en el estudio de Correa (2013) se señala para el caso español el trabajo de González Rodríguez y Menendez Requejo, quienes concluyen que se aprecia que la política de dividendos reduce los fondos internos disponibles para los directivos, estos acuden al mercado financiero en busca de financiación externa y por ello se establece una relación de control de los agentes a los directivos y éstos a su vez sobre la actuación de los agentes.

En relación a la teoría de la información asimétrica en el estudio de Bernartzi, Michael y Thaler (1997) se concluye por la evidencia empírica que la información transmitida por los dividendos es insignificante y, en el estudio de Espita y Ruiz (1995) para el caso español se concluye que por la evidencia empírica de que el pago de dividendos proporcionan información muy importante para el pronóstico de los beneficios futuros de la empresa.

En materia de la controversia sobre la incidencia de la estructura de capital sobre el valor de la empresa, en el estudio de Andrés, Azofra y Rodríguez (2000) para el caso español, se encuentra evidencia favorable.

Finalmente en materia de la teoría de la jerarquización se revisó el estudio de Fernández y Rojas Conde (2004) en donde la contrastación

de teoría de la jerarquización para el caso de las empresas españolas concluye una evidencia favorable. Bajo la teoría de jerarquización financiera, se encuentra la influencia y evidencia de cada uno de los componentes en la estructura de financiación de las empresas, para ello desagrega la deuda en términos contables. En sus estimaciones encuentran que el comportamiento de las variables dividendos en efectivo, inversión, capital de trabajo , deuda corriente y flujo de fondos después de intereses e impuestos presentan resultados acordes con dicha teoría.

Para la presente investigación son dos , los tipos de modelos que se utilizarán:

### **1.3.1 Modelos para la Creación de Valor**

Para el estudio sobre la creación de valor se ha tomado como base los modelos de López-Lubián (2000), y de Fernández (2004) , ambos modelos encontraron evidencia empírica favorable para el caso español, en el presente estudio se evalúa si hay evidencia empírica negativa de cada uno de los modelos por separado y luego se realiza una comparación entre ambos a fin de conocer cuál de ellos explica mejor el caso peruano .

A continuación se presentan los dos modelos específicos utilizados en este trabajo:

En la ecuación [1] se presenta el modelo de Fernández P. (2004) para analizar la creación de valor, a través de la variable de estudio o variable dependiente: Valor de Mercado de la empresa ; en la ecuación (2) se presenta el modelo de López-Lubián (2000), para analizar la creación de valor a través de otra variable de estudio o dependiente: la cotización de las acciones.

Primer Modelo:

$$(1) \text{ mva } t = - \text{deu } t + \text{divi } t + \text{inv } t$$

Mediante este modelo se establece que la creación de valor de la empresa se debe concentrar en el estudio de una variable dependiente: el valor de mercado de la empresa y de tres variables explicativas el comportamiento de la deuda, el pago de dividendos y la evolución de la inversión. La lógica del modelo es la siguiente: A mejor evolución de la deuda el financiamiento empresarial genera mayor producto o valor de mercado (por ello su signo es

negativo), a mayor cumplimiento del pago de dividendos la empresa es más valiosa en el mercado por la generación de utilidad y el pago de los mismos (signo positivo), a mayor inversión se generará más valor en la empresa (signo positivo).

Segundo Modelo:

## **(2) $Cotizac_t = -deu_t + divi_t + inv_t$**

Mediante este modelo se establece que la creación de valor de la empresa se debe concentrar en el estudio de una variable dependiente: las cotizaciones de las acciones en el mercado bursátil y de las tres variables explicativas, las mismas que se presentaron en el modelo anterior, la lógica explicativa del comportamiento de las variables es igual a la del modelo anterior.

### **1.3.2 Modelo para la Jerarquización Financiera de la Estructura de Capital**

Para el estudio sobre la jerarquización financiera de la estructura de capital se toma como base el estudio de Fernández y Rojas Conde (2004 ), con una variante referida

a la importancia de la deuda a largo plazo en la estructura de la deuda empresarial por ello se presentan dos modelos para realizar la comparación:

Tercer Modelo :

$$(3) DT_t = DIV_t + INV_t + \Delta W_t - FFDII_t$$

Cuarto Modelo:

$$(4) DT_t = DIV_t + INV_t + \Delta(W_t) + TDC_t - FFDII_t$$

La lógica del modelo es la siguiente, la variable dependiente de estudio es la evolución de la deuda total la cual está relacionada con las siguientes variables explicativas de la siguiente manera: el mayor nivel de deuda total esta explicado por la emisión de nuevas acciones la cual se visualiza en el pago de mayores dividendos ( $DIV_t$ ) (por lo tanto hay una relación de signo positivo); también se debe al requerimiento de mayor financiación para cubrir las necesidades de inversión ( $INV_t$ ) (relación de signo positivo), esta explicada también porque se requiere una mayor utilización del capital de trabajo ( $W_t$ ) (relación de signo positivo); a una mayor necesidad de deuda corriente ( $TDC_t$

) (signo positivo) y se debe a faltantes del flujo de fondos después del pago de intereses  $FFDII_t$  (signo negativo) .

La jerarquización financiera de la estructura de capital se estudia con el análisis de betas estandarizadas para las siguientes variables: dividendos ( $DIV_t$ ), capital de trabajo ( $W_t$ ), deuda corriente ( $TDC_t$ ) y flujo de fondos después del pago de intereses ( $FFDII_t$ ), las que constituyen fuentes de financiamiento, por ello no se incluye la variable inversión ( $INV_t$ ).

#### **1.4. Marco Conceptual**

Los modelos señalados tienen el siguiente marco conceptual, a continuación se señala la definición y los indicadores de las variables, es el caso señalar que todos los indicadores consideraron cifras en miles de dólares corrientes:

Para el primer modelo:

VALOR DE MERCADO NETO ( $mva_t$ ):

Se denomina valor del mercado al precio que el mercado asigna a un determinado bien o servicio, en nuestro caso al valor total de la

empresa. Este valor se determina libremente por las fuerzas de la sociedad representadas bajo la oferta y la demanda.

Indicador: Monto en dólares . El Valor de mercado neto se calcula como la diferencia entre el Valor de Mercado de las acciones de la compañía menos su Valor en Libros, es un indicador que nos permite apreciar en términos netos trimestrales como la empresa está siendo valorada por el mercado.

DEUDA (deu t) :

Se denomina deuda a la suma de las deudas financieras de corto y largo plazo que figuran en el balance del conjunto de proveedores, bancos e instituciones que han participado en el financiamiento de la empresa de un periodo contable.

Indicador: Monto en dólares .Se calcula como el monto trimestral de la deuda financiera.

DIVIDENDOS (divi t):

Son el derecho económico por excelencia concedido a los inversionistas o accionistas de una empresa. Representan la parte de los beneficios obtenidos por una sociedad que se destinan a remunerar a los accionistas por sus aportaciones al capital social de la empresa y en el caso de los inversionistas que contribuyeron con el financiamiento de la empresa mediante las adquisiciones de bonos o acciones.

Indicador: Monto en dólares . Se calcula a partir del pago trimestral de dividendos a los accionistas e inversionistas de la empresa.

INVERSION (inv t):

Es el acto mediante el cual se invierte en ciertos bienes y servicios con el ánimo de obtener unos ingresos o rentas a lo largo del tiempo. Sus principales elementos son equipamiento, edificaciones, incremento de la planta, nueva tecnología asesoría en servicios altamente especializados.

Indicador: Monto en dólares .Es el activo fijo neto de cada trimestre.

Para el segundo modelo:

COTIZACIÓN DE LAS ACCIONES (Cotizac t):

Es el precio diario de una acción por el libre juego de oferta y demanda. La Bolsa de Valores de Lima registra minuto a minuto como evoluciona el precio en el mercado por la activa participación de compradores y vendedores en las ruedas de bolsa.

Indicador: Monto en dólares .Valor de la cotización de las acciones el último día de cada trimestre.

Las definiciones y los indicadores de las variables explicativas del segundo modelo son las mismas que las del modelo (1).

### Cuadro Nº1 PRIMER MODELO

(1)  $mva_t = -deu_t + divi_t + inv_t$

TIPO DE VARIABLE	VARIABLES DE ESTUDIO	INDICADOR
<b>Variable dependiente:</b>	VALOR DE MERCADO NETO (mva t):	Monto en dólares. El Valor de mercado neto se calcula como la diferencia entre el Valor de Mercado de las acciones de la compañía menos su Valor en Libros, es un indicador que nos permite apreciar en términos netos trimestrales como la empresa está siendo valorada por el mercado.
<b>Variables independientes:</b>	DEUDA (deu t) :	Monto en dólares .Se calcula como el monto trimestral de la deuda financiera de corto y largo plazo.
	DIVIDENDOS (divi t):	Monto en dólares . Se calcula a partir del pago trimestral de dividendos a los accionistas e inversionistas de la empresa.
	INVERSION (inv t):	Monto en dólares .El activo fijo neto de cada trimestre.

**Cuadro Nº 2**

**SEGUNDO MODELO**

(2)  $Cotizac\ t = -\text{deu}\ t + \text{divi}\ t + \text{inv}\ t$

<b>TIPO DE VARIABLE</b>	<b>VARIABLE DE ESTUDIO</b>	<b>INDICADOR</b>
<b>Variable dependiente:</b>	COTIZACIÓN DE LAS ACCIONES (Cotizac t):	Monto en dólares .Valor de la cotización de las acciones el último día de cada trimestre.
<b>Variables independientes:</b>	DEUDA (DT t):	Monto dólares. Se calcula como el monto trimestral de la suma de los pasivos de corto y largo plazo de cada empresa.
	DIVIDENDOS EN EFECTIVO (DIV t):	Monto en dólares.Se calcula a partir del pago trimestral de dividendos a los accionistas e inversionistas de la empresa , considera los pagos por las antiguas y nuevas emisiones de acciones.
	INVERSIÓN NETA (INV t) :	Monto en dólares .El activo fijo neto de cada trimestre.

El marco conceptual para el estudio sobre la jerarquización de la estructura financiera ha tomado como base de Fernández y Rojas Conde (2004), con una variante referida a la importancia de la deuda corriente en la estructura de la deuda empresarial por ello se presentan dos ecuaciones para realizar la comparación.

Para el tercer y cuarto modelo las variables y sus indicadores son los siguientes:

#### DEUDA TOTAL (DT t):

Se denomina deuda a la suma de las deudas financieras de corto y largo plazo y, del patrimonio total de cada empresa, que figuran en el balance del conjunto de proveedores, bancos e instituciones que han participado en el financiamiento de la empresa de un periodo contable, y del patrimonio total.

Indicador: Monto en dólares . Se calcula como el monto trimestral de la suma de los pasivos de corto y largo plazo y, el patrimonio total .

#### DIVIDENDOS EN EFECTIVO (DIV t):

Son el pago de derechos económicos por excelencia concedido a los inversionistas o accionistas de una empresa por la emisión de acciones.

Indicador: Monto en dólares. Se calcula a partir del pago trimestral de dividendos a los accionistas e inversionistas de la empresa , considera los pagos por las antiguas y nuevas emisiones de acciones.

#### INVERSIÓN NETA (INV t) :

Se calcula a partir de los activos fijos netos de cada periodo, mediante los activos fijos brutos a los que se les resta la depreciación, es decir son las inversiones que tienen como objetivo aumentar el monto de los bienes de capital y en general de la capacidad de producción de la planta.

Indicador: Monto en dólares. Diferencia entre el activo fijo neto en el momento t menos el momento t- 1.

#### EL CAMBIO EN EL CAPITAL DE TRABAJO ( $\Delta W_t$ ):

Se define como capital de trabajo a la capacidad de una compañía para llevar a cabo sus actividades con normalidad en el corto plazo. Se calcula como los activos de corto plazo que sobran en relación a los pasivos de corto plazo.

Indicador: Monto en dólares. Variación del capital de trabajo en dos trimestres consecutivos.

#### FLUJO DE FONDOS (FFDII t)

Es el flujo de fondos después de intereses e impuestos (FF t)

Indicador: Monto en dólares. Monto trimestral del flujo de fondos después de intereses e impuestos.

DEUDA CORRIENTE (TDC t) :

Obligaciones financieras con terceros de una empresa con vencimiento no superior a un año.

Indicador: Monto en dólares. La diferencia entre el pasivo total y el pasivo de largo plazo, obtenida del balance general.

**Cuadro N° 3**

**TERCER Y CUARTO MODELO**

**(3)  $DT_t = DIV_t + INV_t + \Delta W_t - FFDII_t$**

**(4)  $DT_t = DIV_t + INV_t + \Delta(W_t) + TDC_t - FFDII_t$**

TIPO DE VARIABLE	VARIABLE DE ESTUDIO	INDICADOR
Variable dependiente	DEUDA TOTAL (DT t):	Se calcula como el monto trimestral en dólares, de la suma de los pasivos de corto y largo plazo y del patrimonio total de cada empresa.
Variables independientes	DIVIDENDOS EN EFECTIVO (DIV t):	Monto en dólares .Se calcula a partir del pago trimestral de dividendos a los accionistas e inversionistas de la empresa , considera los pagos por las antiguas y nuevas emisiones de acciones.
	INVERSIÓN NETA (INV t) :	Monto en dólares. . Diferencia entre el activo fijo neto en el momento t menos el momento t- 1.
	EL CAMBIO EN EL CAPITAL DE TRABAJO ( $\Delta W_t$ ):	Monto en dólares . Variación del capital de trabajo en dos trimestres consecutivos.
	DEUDA CORRIENTE (TDC t) :	Monto en dólares. La diferencia entre el pasivo total y el pasivo de largo plazo, obtenida del balance general.
	FLUJO DE FONDOS (FFDII t)	Monto en dólares .Monto trimestral del flujo de fondos después de intereses e impuestos.

## **CAPÍTULO II**

### **EL PROBLEMA, OBJETIVOS, HIPÓTESIS Y VARIABLES**

#### **2.1 Planteamiento del Problema**

##### **2.1.1 Descripción de la Realidad Problemática**

Existe la creencia generalizada de que el empresario peruano tiene un enfoque cortoplacista en vez de un enfoque de largo plazo basado en la evaluación de estrategias empresariales.

La gente piensa que la generación de valor se da a partir del crecimiento de la economía nacional, de sucesos previstos e imprevistos de la demanda internacional, del gran tamaño de la empresa, de la innovación empresarial y de la tecnología, no se analiza las políticas empresariales al interior de la empresa que generan mayor valor empresarial, se considera muy poco el manejo o la gestión de la estructura financiera.

Normalmente también, existe la creencia de que los mercados financieros son perfectos y se desconoce que hay imperfecciones en el mercado que generan fallos de mercado, y que generan resultados económicos ineficientes.

El público y los inversionistas se fijan únicamente en la alta o baja rentabilidad de las acciones a través de la evolución de las cotizaciones, no existe una cultura financiera que permita analizar la incidencia de la gestión financiera empresarial en la buena o mala dirección de las empresas.

En general el público requiere de una información calificada que le permita conocer el comportamiento financiero empresarial.

El mercado de capitales se constituye en el motor de la financiación del PBI y del crecimiento económico en países desarrollados como Estados Unidos o el Japón en ellos los mercados de capitales llegan a financiar el 50% o más de su crecimiento económico, en el caso peruano ese porcentaje solo llega al 5 % en promedio.

El público y el inversionista peruano requieren de una mayor información y formación que genere una cultura de aprendizaje

y de análisis en materia de la gestión financiera de las empresas. Ambos no consideran que para una adecuada evaluación del : valor de mercado , de la cotización de las acciones y de la deuda total de las empresas ( variables centrales del presente estudio ) se debe analizar la importancia, representatividad y significancia del uso de las teorías de creación de valor y jerarquización financiera de la estructura de capital en la gestión financiera de las empresas industriales y mineras.

En función a lo expresado el presente proyecto de investigación desea contribuir brindando información y formación a fin de que el público empiece a construir una cultura financiera y que los inversionistas conocedores o no de las diferentes teorías en materia de finanzas corporativas analicen bajo una percepción más técnica la toma de decisiones financieras de las empresas que están enlistadas en la Bolsa de Valores de Lima.

En comparación con los mercados de capitales de países desarrollados como los de Japón y Estados Unidos, en ellos existe una cultura financiera que permite hacer un seguimiento de los comportamientos de las empresas en materia de dirección y organización empresarial y que a la postre significa

un mayor respeto de los empresarios hacia el mercado . En el caso peruano la falta de una información calificada a través de investigaciones no permite generar una cultura financiera que logre realizar un adecuado seguimiento y una evaluación de la conducción empresarial. Los empresarios conocen que en el país existe una cultura financiera de bajo nivel.

Por ello la presente investigación a partir de la evaluación de la evidencia empírica de dos teorías financieras, pretende contribuir a la formación de una cultura financiera nacional.

### **2.1.2 Antecedentes Teóricos**

En materia del ámbito de los impuestos, son numerosos los estudios sobre la evidencia empírica del tema, agrupándose entre los que manifiestan que hay una relación negativa y los que manifiestan una relación positiva entre el pago de dividendos y el valor de la empresa.

Entre los primeros están los estudios que señalan que la negatividad se da por la existencia de diferentes tipos marginales entre ganancias finales obtenidas a través de dividendos o de ganancias de capital, normalmente las

ganancias de capital son mayores a las primeras. Entre los segundos están el trabajo de Black y Scholes (1974) que mediante el modelo el modelo del CAPM, obtuvieron la evidencia empírica de que existe una a relación positiva entre reparto de dividendos y el valor de la empresa.

En materia de la teoría de la agencia en el estudio de Correa (2013 ) se señala para el caso español el trabajo de González Rodríguez y Menendez Requejo, quienes concluyen que se aprecia que la política de dividendos reduce los fondos internos disponibles para los directivos, estos acuden al mercado financiero en busca de financiación externa y por ello se establece una relación de control de los agentes a los directivos y éstos a su vez sobre la actuación de los agentes.

En relación a la teoría de la información asimétrica en el estudio de Bernartzi, Michaely y Thaler (1997) se encontró la evidencia empírica que la información transmitida por los dividendos es insignificante y en el estudio de Espita y Ruiz (1995) para el caso español se halló la evidencia empírica de que el pago de dividendos proporcionan información muy importante para el pronóstico de los beneficios futuros de la empresa.

En materia de la controversia sobre la incidencia de la estructura de capital sobre el valor de la empresa , en el estudio de Andrés, Azofra y Rodríguez (2000), se encuentra evidencia favorable.

Finalmente en materia de la teoría de la jerarquización se revisó el estudio de Fernández y Rojas Conde (2004) en donde la contrastación de dicha teoría para el caso de las empresas españolas , muestra una evidencia favorable.

### **2.1.3 Definición del Problema**

#### **2.1.3.1 Problema Principal:**

¿Cómo influye el uso de las teorías de creación de valor y de la estructura de capital en la gestión financiera de las empresas industriales y mineras enlistadas en la Bolsa de Valores de Lima ?.

### **2.1.3.2 Problemas Específicos:**

- 1) ¿Cómo influye el uso de las teorías de creación de valor en la gestión financiera de las empresas industriales y mineras enlistadas en la Bolsa de Valores de Lima ?
  
- 2) ¿Cómo influye el uso de la teoría de la estructura financiera de capital en la gestión financiera de las empresas industriales y mineras enlistadas en la Bolsa de Valores de Lima ?
  
- 3) ¿ Qué diferencias existen entre el uso de las teorías de creación de valor y el uso de la teoría de la estructura financiera en la gestión financiera de las empresas industriales y mineras enlistadas en la Bolsa de Valores de Lima, para una muestra de empresas peruanas?

## **2.2 Finalidad y Objetivos de la Investigación**

### **2.2.1 Finalidad**

El público y el inversionista peruano requieren de una mayor información y formación que genere una cultura de aprendizaje y de análisis en materia de gestión financiera que permita evaluar y mantener desde el lado de la demanda una relación más fuerte y sostenida.

En función a lo expresado el presente proyecto de investigación desea contribuir brindando un estudio que ayude a obtener una percepción más técnica y académica sobre la gestión financiera de las empresas.

## **2.2.2 Objetivo General y Específicos**

### **2.2.2.1 Objetivo General:**

Demostrar la influencia del uso de las teorías de creación de valor y de la estructura de capital, en la gestión financiera de las empresas industriales y mineras enlistadas en la bolsa de valores de Lima.

### **2.2.2.2 Objetivos Específicos:**

- 1) Explicar como influye el uso de las teorías de creación de valor en la gestión financiera de las empresas industriales y mineras enlistadas en la Bolsa de Valores de Lima.
  
- 2) Demostrar que influye el uso de la teoría de la estructura de capital en la gestión financiera de las empresas industriales y mineras enlistadas en la Bolsa de Valores de Lima y que el orden de jerarquización de las fuentes de financiación en las empresas coincide con el que establece la teoría.

3) Explicar las diferencias que existen entre el uso de las teorías de creación de valor y el uso de la teoría de la estructura financiera en la gestión financiera de las empresas industriales y mineras enlistadas en la Bolsa de Valores de Lima, para una muestra de empresas peruanas.

### **2.2.3 Delimitación del Estudio**

El estudio se realizara para 13 empresas industriales y mineras que están enlistadas en la Bolsa de Valores de Lima, durante el periodo del primero de enero del año 2006 al 31 de diciembre del año 2015.

### **2.2.4 Justificación e Importancia del Estudio**

A través de los modelos de Fernández P. (2004), de López-Lubián (2000) y, de Fernández y Rojas Conde (2004), verificar mediante la evidencia empírica si se cumple en la gestión financiera de las empresas industriales y mineras las pruebas de las teorías de creación de valor y de jerarquización de la estructura financiera, lo cual permitirá apreciar las empresas

cuya gestión se aproxima o aleja a las mencionadas teorías.

## **2.3 Hipótesis y Variables**

### **2.3.1. Supuestos Teóricos**

Los supuestos que se consideran son los referidos a las imperfecciones del mercado entre ellos, la información asimétrica y la teoría de la agencia, los cuales han sido tratados en el marco teórico ( ver pág. 16 ) .

### **2.3.2. Hipótesis Principal y Específicas**

#### **2.3.2.1 Hipótesis Principal**

“ Influye el uso de las teorías de creación de valor y de la estructura de capital en la gestión financiera de las empresas industriales y mineras enlistadas en la Bolsa de Valores de Lima”

### **2.3.2.2 Hipótesis Específica 1**

“ Influye el uso de las teorías de creación de valor en la gestión financiera de las empresas industriales y mineras enlistadas en la Bolsa de Valores de Lima “

### **2.3.2.3 Hipótesis Especifica 2**

“ Influye el uso de la teoría de la estructura financiera de capital en la gestión financiera de las empresas industriales y mineras enlistadas en la Bolsa de Valores de Lima “.

Las Hipótesis Nulas para cada una de las hipótesis mencionadas consisten en que no influyen el uso de las teorías cuando las pruebas econométricas de los parámetros no son significativas , demostrándose en ese caso que no influyen por cuanto las teorías no son representativas.

### 2.3.3 Variables e Indicadores

La simbología de las variables y sus indicadores es la siguiente:

Para el primer modelo:

VALOR DE MERCADO NETO: (mva t)

Indicador: El Valor de mercado neto se calcula como la diferencia entre el Valor de Mercado de las acciones de la compañía menos su Valor en Libros, es un indicador que nos permite apreciar en términos netos trimestrales como la empresa está siendo valorada por el mercado.

DEUDA: (deu t )

Indicador: Se calcula como el monto trimestral de la deuda financiera .

DIVIDENDOS: (divi t)

Indicador: Se calcula a partir del pago trimestral de dividendos a los accionistas e inversionistas de la empresa.

INVERSION NETA : ( inv t)

Indicador: El activo fijo neto de cada trimestre.

Para el segundo modelo:

COTIZACIÓN DE LAS ACCIONES: (Cotizac t )

Indicador: Valor de la cotización de las acciones el último día de cada trimestre.

Las variables e indicadores de las variables explicativas son las mismas que las del modelo (1).

Para el tercer y cuarto modelo las variables y sus indicadores son los siguientes:

DEUDA TOTAL : (DT t)

Indicador: Se calcula como el monto trimestral de la suma de los pasivos de corto y largo plazo y del patrimonio total de cada empresa.

DIVIDENDOS EN EFECTIVO (DIV t):

Indicador: Se calcula a partir del pago trimestral de dividendos a los accionistas e inversionistas de la empresa , considera los pagos por las “nuevas “ emisiones de acciones.

INVERSIÓN NETA (INV t) :

Indicador: Diferencia entre el activo fijo neto en el momento t menos el momento t- 1.

EL CAMBIO EN EL CAPITAL DE TRABAJO ( $\Delta W$  t) :

Indicador: variación del capital de trabajo en dos trimestres consecutivos.

FLUJO DE FONDOS (FFDII t)

Indicador: Monto trimestral del flujo de fondos después de intereses e impuestos.

DEUDA CORRIENTE (TDC t) :

Indicador: la diferencia entre el pasivo total y el pasivo de largo plazo, obtenida del balance general.

Debe reiterarse que la única variable que se añade en el modelo 4 respecto al modelo 3 es la variable deuda corriente.

## CAPÍTULO III

### MÉTODO, TÉCNICA E INSTRUMENTOS

#### 3.1 Población y Muestra

El presente estudio se basa en dos poblaciones objetivo de 8 empresas industriales y 5 empresas mineras en total 13, que están enlistadas en la Bolsa de Valores de Lima. Las poblaciones cumplen los siguiente criterios: que siempre día a día hayan cotizado sus acciones a lo largo del periodo de estudio , desde el primer trimestre del año 2006 hasta el último trimestre del año 2015, y que sus estados financieros hayan reportado siempre la información obligatoria bajo norma de la Bolsa de Valores de Lima , las que son requeridas para la construcción de los indicadores del presente estudio, lo cual permitirá dar fortaleza a los resultados del estudio .

La fórmula base y la formula ajustada utilizadas para el cálculo de la muestra utilizadas son :

Formula Base (Carrasco Díaz, 2015) :

$$n^{\circ} = \frac{z^2 pq}{E^2}$$

Formula ajustada (Ya Lun Chou,2015):

$n$  = muestra final

$n = n^{\circ}$  entre  $x$

donde  $x$  es igual a :

$$x = 1 + \frac{n}{Np}$$

En donde:

$n^{\circ}$  = Muestra inicial

$Z$  = Nivel de confianza (96%)

$P$  = Probabilidad de éxito (60%)

$q$  = Probabilidad de fracaso (40%)

$E$  = Margen de error o nivel de precisión (4%)

$n$  = Muestra final

$Np$  = tamaño de población pequeña

$N$  = Tamaño de la población 8 y 5 empresas industriales y mineras.

Ambas poblaciones son pequeñas por lo que el resultado final de los tamaños de las muestras representativas coincide con el tamaño de la población es decir 8 empresas industriales y 5 empresas mineras , en el ANEXO 2 : CALCULO DE LA MUESTRA , se pueden apreciar los cálculos realizados . Para el periodo

comprendido entre el primero de enero del año 2006 y el 31 de diciembre del año 2015, se han considerado 40 observaciones trimestrales para cada una de las 11 variables , en total 440 observaciones.

Las empresas seleccionadas son 8 empresas industriales: CEMENTOS LIMA, CEMENTOS PACASMAYO S.A.A, EMPRESA EDITORA EL COMERCIO S.A., LIMA CAUCHO S.A., CERVECERIA SAN JUAN S.A., QUIMPAC S.A., GLORIA S.A., UNION DE CERVECERIAS PERUANAS BACKUS Y JOHNSTON S.A.A; y 5 empresas mineras : COMPAÑÍA DE MINAS BUENAVENTURA S.A.A., SOCIEDAD MINERA CORONA S.A., COMPAÑÍA MINERA MILPO S.A.A., MINSUR S.A., SOUTHERN PERU COPPER CORPORATION.

La fuente de datos son las estadísticas del Bloomberg Limited Partnership (2016), la cual es una compañía que proporciona herramientas de software financiero, tales como análisis y plataformas de comercio de capital, servicio de datos y noticias para las empresas financieras y organizaciones en todo el mundo a través de la Bloomberg Terminal.

### **3.2 Diseño a utilizar en el estudio.**

Tipo de investigación:

El tipo de investigación es aplicada, en razón de que se trata de una investigación utilitaria , que se caracteriza por su interés en la aplicación de conocimientos teóricos a determinada situación concreta y las consecuencias prácticas que de ella se deriven. La investigación aplicada busca conocer para : hacer, para actuar , para construir , para modificar, le preocupa la aplicación sobre una realidad antes que el desarrollo de un conocimiento de valor universal ( Sánchez Carlessi y Reyes Meza, pág., 40, 2006). La investigación aplicada se distingue por tener propósitos prácticos inmediatos bien definidos, investiga para actuar, transformar, modificar o producir cambios en un determinado sector de la realidad ( Carrasco Díaz, pág. 43, 2015 ).

Nivel de investigación:

El nivel de investigación es explicativo de comprobación causal por cuanto está orientado a buscar un nivel de explicación científica de las teorías propuestas para el caso peruano, que a su vez permita en el futuro la predicción. Posteriormente la identificación de factores o variables explicativas nos pueden conducir a la formulación de principios

y leyes básicas ( Sánchez Carlessi y Reyes Meza, pág. 45., 2006). La investigación analiza las causa o factores que han dado origen o han condicionado la existencia de un hecho o fenómeno en estudio. En nuestro caso la comprobación de la significancia de 3 modelos busca dar una explicación objetiva , real y científica a aquello que se desconoce. Necesariamente supone la existencia de dos o más variables ( Carrasco Díaz, pág. 42, 2015 ).

El método es de análisis de relación causa efecto.

El diseño es no experimental longitudinal .

El modelo econométrico de series temporales que se aplicará es:

Mínimo Cuadrados Ordinarios , método para encontrar los parámetros poblacionales de las variables y principalmente su nivel de significancia y representatividad y, la prueba de jerarquización o prueba de los betas estandarizados, para verificar el orden de importancia de las variables en la explicación de la variable dependiente.

Los modelos econométricos son los siguientes:

$$(1) \quad mva_t = a_t - b_1 deu_t + b_2 divi_t + b_3 inv_t + ut$$

$$(2) \quad Cotizac_t = a_t - b_1 deu_t + b_2 divi_t + b_3 inv_t + ut$$

$$(3) \quad DT_t = a_t + b_1 DIV_t + b_2 INV_t + b_3 \Delta W_t - b_4 FFDII_t + ut$$

$$(4) \quad DT_t = a + b_1 DIV_t + b_2 INV_t + b_3 \Delta W_t + b_4 TDC_t - b_5 FFDII_t + u_t$$

En ellos “a” es el parámetro constante, es punto de intersección del eje Y con la recta de ajuste, “u” es el error indica la diferencia entre la variable dependiente de estudio real y la que se encuentre en cada caso, es una variable aleatoria, y los betas serán los coeficientes que indicarán según el signo que opten del propio calculo econométrico su relación con las variables dependientes de cada modelo. Se realizarán las pruebas de raíz cuadrática que correspondan a fin de eliminar las relaciones de estacionariedad que se encuentren. Los subíndice “t” se refieren a periodos trimestrales.

### **3.3 RESUMEN DE PRUEBAS E INDICADORES ECONOMETRICOS Y ESTADÍSTICOS Y , GRAFICOS A UTILIZAR:**

Las contrastaciones econométricas de los modelos de la presente investigación deben permitirnos visualizar si se cumple o no con las pruebas e indicadores de la significancia total es decir la significancia económica y la significancia estadística. De cumplirse ambas podremos señalar que las empresas de la muestra

seleccionada cumplen plenamente con las pruebas de los modelos que se contrastaran. Las Hipótesis Nulas para cada una de las hipótesis mencionadas consisten en que no influyen el uso de las teorías ,cuando las pruebas econométricas de los parámetros no son significativas , demostrándose en ese caso que no influyen por cuanto las teorías no son representativas.

Para lograr la significancia total y por lo tanto determinar si las teorías son representativas , en primer lugar: se analiza que la medición econométrica no es espuria , que la serie es estacionaria , para ello la prueba que se utiliza es la prueba de raíz unitaria ( lo valores deben ser cercanos a cero ) . Luego le siguen las pruebas para evaluar la significancia económica mediante : la verificación de que los coeficientes de la regresión cumplen con los signos de los modelos teóricos que se contrastan, el valor del R- cuadrado y, el análisis de los betas estandarizados o coeficientes estandarizados (esta prueba es solo utilizada para el último modelo).

A continuación siguen las pruebas de significancia estadística, un resultado o efecto es estadísticamente significativo cuando es improbable que haya sido debido al azar y se logra cuando se han superado las siguientes pruebas de indicadores : valor p de las

variables, valor p del estadístico F. Los valores de p deben ser menor a 0.05.

Para que se de un resultado plenamente favorable o de significancia total debe cumplirse con: las pruebas de raíz cuadrática, la significancia económica de todas sus variables, la significancia estadística de todas sus variables y el, resultado favorable de la prueba p del estadístico F, todas a la vez. Es el caso señalar que un resultado que puede encontrarse es que: se cumplan con casi todas las pruebas y que solo alguna o algunas variables no cumplan con las pruebas de significancia estadística, en ese caso el modelo es representativo bajo la óptica del “conjunto de variables” ( prueba F ), pero no bajo la óptica de cada variable individualmente y del conjunto de variables, ambas a la vez. Este es el caso que se ha encontrado en algunas empresas en el presente estudio.

A continuación se pasa a explicar los conceptos más importantes.

### Medición Econométrica Espuria

En una relación espuria se da la impresión de la existencia de un vínculo apreciable entre variables, que es inválida cuando se examina objetivamente. Esto se da cuando las series no son estacionarias, y se presenta un problema para el modelo econométrico.

Una serie es estacionaria cuando es estable a lo largo del tiempo, es decir, cuando la media y varianza son constantes en el tiempo.

Las series no estacionarias son series en las cuales la tendencia y/o variabilidad cambian en el tiempo. Los cambios en la media determinan una tendencia a crecer o decrecer a largo plazo, por lo que la serie no oscila alrededor de un valor constante.

La asociación espuria en el modelo de regresión lineal ocurre cuando la variable independiente contribuye a explicar de manera importante la variabilidad de la variable respuesta de acuerdo con la prueba de hipótesis sobre el parámetro de la variable independiente, a pesar de que ambas variables no tengan ninguna relación.

### Prueba de Raíz Unitaria

La prueba de raíz unitaria, es un test que comprueba si las variables de la serie de tiempo tienen tendencia de crecimiento o decrecimiento, lo cual genera una medición econométrica espuria. Se subsana trabajando con incrementos o retrasos en las variables. En ese momento se puede trabajar econométricamente sin problemas. El valor de la raíz unitaria debe ser cero o cercano a él.

Adicionalmente se debe señalar que una raíz unitaria es una característica de los procesos que evolucionan a través del tiempo y que puede causar problemas en inferencia estadística en modelos de

series de tiempo. Un proceso estocástico lineal tiene una raíz unitaria si el valor de la raíz de la ecuación característica del proceso es igual a 1, por lo tanto tal proceso es no estacionario. Debe ser estacionario para que la media y varianza sean constantes a lo largo del tiempo. Cuando esto ocurre, sabemos que es posible la obtención de una serie estacionaria mediante una sencilla transformación de la serie original, como es la diferenciación adecuada. El número de diferencias que habrá que tomar en la serie para convertirla en estacionaria, se determina formalmente mediante los procedimientos de Dickey-Fuller.

### Coefficientes de Regresión

Los coeficientes son los números por los cuales se multiplican las variables de una ecuación. Cada uno de los coeficientes de regresión estiman el cambio en la respuesta media por cada aumento de una unidad de las variables. Para que un modelo sea significativo económicamente los coeficiente deben cumplir con los signos de las variables del modelo original.

### Valor p

En la contratación de hipótesis y en estadística general, el “valor p” (a veces conocido simplemente como el “p-valor”, la “p”, “valor p consignado”, o bien directamente en inglés “p-value”) se define como la

probabilidad de obtener un resultado al menos tan extremo como el que realmente se ha obtenido (valor del estadístico calculado), es decir el coeficiente de la regresión encontrado es estable. Cada coeficiente tiene un “valor p” que debe ser analizado.

Si el “valor p” de un coeficiente es menor que el nivel de significancia seleccionado, como por ejemplo 0.05 en nuestro caso, la relación entre el predictor y la respuesta es estadísticamente significativa, es decir el coeficiente encontrado es estable. Un “valor p” de 0,05 es usado en investigaciones habituales de economía y sociología mientras que “valores p” de 0,01 se utilizan en investigaciones médicas.

### R Cuadrado

En estadística, el coeficiente de determinación, denominado  $R^2$  y pronunciado R cuadrado, es un estadístico usado en el contexto de un modelo estadístico cuyo principal propósito es predecir futuros resultados o probar una hipótesis. El coeficiente determina la calidad del modelo para replicar los resultados, y la proporción de variación de los resultados que puede explicarse por el modelo.

El R cuadrado es el porcentaje de variación de la variable de respuesta que explica su relación con una o más variables predictoras. Por lo

general, mientras mayor sea el R cuadrado, mejor será el ajuste del modelo a sus datos. El R cuadrado siempre se encuentra entre 0 y 100%. El R-cuadrado también se conoce como el coeficiente de determinación o determinación múltiple en la regresión lineal múltiple. Es el caso señalar que los R-cuadrado altos de 80 % o más sirven para el trabajo econométrico de realizar tareas de pronóstico, no siendo ese el caso del presente estudio en donde se desea encontrar solamente la bondad de ajuste ó el nivel de R en cada empresa.

### Estadístico F

Es una prueba de significancia estadística de las variables en su conjunto , la prueba p para cada variable sirva para analizar la significancia de cada variable, la prueba p para el estadístico F sirve para analizar la significancia para el conjunto de variables. Si el valor “p” de la prueba F es menor a 0.05, estadísticamente el conjunto de variables es significativo.

### Coeficientes o Betas Estandarizados

Los coeficientes beta o coeficientes estandarizados permiten determinar cual es la variable explicativa que tiene mayor peso o el orden de importancia para la explicación del regresando . Para

estandarizar obtenemos la media y lo relacionamos o lo dividimos con la desviación estandar , al hacer ello eliminamos las unidades físicas de las variables y nos quedamos solo con cifras o números, con ello podemos obtener una jerarquía u orden de importancia. Este indicador se utilizará solo en el caso del modelo 4.

#### Gráficos de dispersión:

Los cuadros gráficos que se presentan en cada modelo permiten apreciar la relación de cada variable explicativa con la variable independiente. El signo que acompaña a cada variable explicativa será positivo si la recta tiene pendiente positiva en su diagrama de dispersión, será de signo negativo si la pendiente es negativa, ambos casos se cumplen de manera estricta si los puntos están concentrados en la recta.

#### Comentarios sobre resultados que se pueden encontrar:

Es el caso señalar que se pueden encontrar diferentes resultados en una evidencia empírica , deseamos referirnos a continuación a los principales resultados que se encontraron en el presente estudio y son los siguientes : en primer lugar en una medición econométrica se puede encontrar que se cumple con todos los signos de las variables del modelo , por lo tanto hay significancia económica y , con la mayoría de las pruebas de significancia

estadística pero, no se cumple con la prueba  $p$  del estadístico  $F$ , en este caso la teoría no tiene representatividad; en segundo lugar en una medición econométrica se encuentra que se cumple con todos los signos de las variables del modelo y con la mayoría de las pruebas de significancia estadística pero, se cumple con la prueba  $p$  del estadístico  $F$ , en este caso la teoría si tiene representatividad por cuanto se cumple con la significancia económica, no tienen significancia estadística algunas variables, pero si tiene significancia estadística “el conjunto de variables” por el resultado de la prueba  $F$ , en este caso el modelo es representativo “por el comportamiento del conjunto de variables”, aun cuando individualmente algunas variables no tengan significancia estadística; en tercer lugar, en una medición econométrica se puede encontrar que no se cumple con todos los signos de las variables del modelo, no hay significancia económica del modelo y, se cumple con la mayoría de las pruebas de significancia estadística pero, si se cumple con la prueba  $p$  del estadístico  $F$ , en este caso la teoría no tiene representatividad. En este caso la prueba  $F$  nos conduce a “ otro” modelo ( con diferentes signos de sus variables explicativas ) y no al modelo original que estamos evaluando.

#### **3.4. Técnicas e instrumentos de Recolección de Datos**

La forma y condiciones en que se realizó el trabajo de campo fueron las siguientes:

Los datos estadísticos de las variables fueron obtenidos del Bloomberg de los siguientes documentos : Balances Generales, Estados de Pérdidas y Ganancias, Fuentes de Fondos, Flujos de Fondos, e información estadística general que brinda el Bloomberg, se utilizaron hojas excell para la recopilación estadística trimestral de 10 años para 13 empresas .

### **3.5. Procesamiento de Datos**

Se utilizaron los softwares de medición econométrica Eviews y Stata (para el cálculo de los betas estandarizados).

## CAPÍTULO IV

### PRESENTACIÓN Y ANÁLISIS DE LOS RESULTADOS

Los resultados de la Evidencia Empírica sobre el Uso de las Teorías Financieras sobre la Creación de Valor y la Jerarquización Financiera de la Estructura de Capital para el caso de Empresas Industriales y Mineras enlistadas en la Bolsa de Valores de Lima son los siguientes:

#### 4.1 Presentación de Resultados

##### A. Sobre la Teoría de Creación de Valor:

En primer lugar, ninguna empresa industrial o minera cumple plenamente con todas las pruebas de significancia total, por cuanto no se logra la exigencia de las pruebas de la significancia económica y estadística y, la prueba F a la vez (véase: Resumen de pruebas e indicadores econométricos y estadísticos y gráficos a utilizar, página 67) para cumplir con la lógica de los modelos de creación de valor. **Se aprueba entonces la hipótesis nula.**

En segundo lugar, para el caso de las empresas industriales y mineras enlistadas en la Bolsa de Valores de Lima el modelo aplicado sobre la creación de valor de Fernández P. (2004) que tiene como variable dependiente o de estudio “el valor de mercado de la empresa”, la evidencia empírica ha encontrado que son dos las empresas en las que el modelo es representativo bajo la óptica del conjunto de variables ( ver pág. 69 ) estas empresas son : CEMENTOS PACASMAYO y EL COMERCIO. Apreciándose que le siguen en orden de importancia la empresa minera MILPO .

En tercer lugar, el modelo aplicado sobre la creación de valor de López-Lubián (2000) el cual establece que la creación de valor tiene como variable dependiente o de estudio a la “cotización de las acciones“, no resulto representativo para ninguna empresa industrial o minera . **Al aprobarse la hipótesis nula , se demuestra que la teoría no influye.**

En cuarto lugar, en razón de que solo para 2 de las 13 empresas evaluadas en la muestra el modelo es representativo se puede afirmar que **no se cumple** lo planteado en la hipótesis específica 1, **no influye por cuanto no es representativo** el uso de las teorías de creación de valor en la gestión financiera de las empresas industriales y mineras enlistadas en la Bolsa de Valores de Lima por cuanto sus variables dependientes: el valor de mercado de la

empresa y las cotizaciones de las acciones , estas no son explicadas significativamente por sus variables independientes : comportamiento de la deuda, el pago de dividendos y la evolución de la inversión”. A lo que se debe añadir que el modelo aplicado sobre la creación de valor de Fernández P. (2004) tiene mayor nivel de representación que el modelo aplicado sobre la creación de valor de López-Lubián (2000) en las empresas enlistadas en la Bolsa de Valores de Lima, por cuanto las pruebas de significancia económica y estadística son superiores en el primero respecto al segundo: el número de variables que cumplen con los signos del modelo así como el número de pruebas p- valor que cumplen con el parámetro son mayores en el primer modelo respecto al segundo, lo cual es analizado de manera detallada en la contrastación de las hipótesis.

A diferencia de los modelos contrastados para el caso español de Fernández (2004) y López-Lubián (2000), en los cuales en ambos casos se encontraron evidencia favorable para el caso español ( ver página 34 ) , en la muestra del caso peruano la evidencia es no representativa , solo dos empresas cumplen con la mayoría de las pruebas del modelo.

## **B. Sobre la Teoría de la Jerarquización Financiera de la Estructura de Capital:**

Tanto para el modelo 3 como para el modelo 4 , en primer lugar, ninguna empresa industrial o minera cumple plenamente con todas las pruebas de significancia total , por cuanto no se logra la exigencia de las pruebas de la significancia económica y estadística y , la prueba F : a la vez . Debo señalar que los resultados que corresponden al modelo 3 y que se muestran en la Matriz de Resultados N° 3 son inferiores al modelo 4, lo cual se aprecia en el rango de resultados de la prueba R cuadrado , en el modelo 3 es de 24 a 89 %, en el modelo 4 de 61 a 90 % , , ambos modelos son de las mismas autoras Fernández y Rojas Conde (2004) la diferencia entre ambos es que en el modelo 4 se incluye una variable más: la “deuda corriente” , este modelo es superior en la evaluación de resultados al modelo 3 , lo cual se explica en la contrastación sobre la teoría de la jerarquización de la estructura de capital.

En relación al modelo (4) se brindan los siguientes resultados:

En primer lugar, ninguna empresa industrial o minera cumple plenamente todas las pruebas de significancia económica y estadística de la teoría de la jerarquización financiera de la estructura de capital. **Se aprueba la hipótesis nula.**

En segundo lugar, la evidencia empírica ha encontrado que la empresa que más se acerca al cumplimiento de la teoría es la empresa CERVECERIA SAN JUAN S.A.. el modelo es representativo bajo la óptica del conjunto de variables (ver pág. 69) . Lamentablemente no lo es también bajo la óptica de cada variable por cuanto solo una de sus variables : el flujo de fondos después de impuestos no cumple con la prueba de significancia estadística. Apreciándose que le siguen en orden de importancia la empresa SOCIEDAD MINERA CORONA S.A. y LIMA CAUCHO .

En tercer lugar se observa que en la muestra seleccionada: ninguna empresa cumple con el orden jerárquico de financiación en su estructura de capital que señala el modelo 4 , el cual es el siguiente: las empresas deben financiarse en primer lugar de sus fuentes financiación: capital de trabajo y , flujo de fondos después de impuestos , en segundo lugar de sus fuentes de financiación: bancos , proveedores y, en tercer lugar de la emisión de acciones. La evidencia empírica ha encontrado que todas las empresas recurren en primer lugar al financiamiento mediante pasivos corrientes : bancos y proveedores; en segundo lugar mayoritariamente : han recurrido a la financiación mediante el capital de trabajo , luego mediante el uso del flujo de fondos después de impuestos , aquí se observa que invierten el orden

que señala el modelo , y finalmente recurren al financiamiento mediante la emisión de acciones .

En cuarto lugar respecto a la hipótesis específica 2 se puede afirmar que **no se cumple** lo planteado , **no influye por cuanto no es representativo** el uso de la teoría de la estructura financiera de capital en la gestión financiera de las empresas industriales y mineras enlistadas en la Bolsa de Valores de Lima mediante la variable dependiente: evolución de la deuda total , por cuanto esta no es explicada significativamente por sus variables explicativas : nivel de la deuda, el pago de dividendos, las necesidades de inversión , la utilización del capital de trabajo , los faltantes del flujo de fondos y a una mayor necesidad de deuda corriente”. En solo una empresa se ha encontrado representatividad del conjunto de sus variables.

Finalmente ,a diferencia de las evidencias favorables encontradas del modelo contrastado para el caso español de las autoras Fernández y Rojas Conde (2004) ( ver página 33 ) , la contrastación para la muestra del caso peruano , la evidencia o relación es no representativa , es baja por cuanto solo una empresa se acerca al cumplimiento pleno de las pruebas del modelo.

A continuación se brinda mayor objetividad de los resultados señalados mediante la contrastación de las hipótesis.

## **4.2. Contrastación de Hipótesis**

### **A. Sobre la Teoría de Creación de Valor :**

Para la verificación del cumplimiento del modelo de creación de valor los siguientes indicadores econométricos y estadísticos han sido evaluados. En primer lugar mediante el cálculo de la raíz unitaria, se comprobó si las variables de la serie de tiempo tienen tendencia de crecimiento o decrecimiento, si se presentaba esa situación se generaba una medición econométrica espuria. En segundo lugar, se verificó si los coeficientes beta o coeficientes de las variables explicativas cumple con los signos del modelo aplicado sobre la creación de valor de Fernández P. (2004): el cual establece que la creación de valor está determinada por el efecto que tienen en la variable dependiente “valor de mercado”, las variables independientes o explicativas: evolución de la “deuda de la empresa” (signo negativo), el “pago de dividendos” (signo positivo) y la evolución de la “inversión” (signo positivo). Si se encontraba el cumplimiento de los signos podemos afirmar que hay significancia económica de las variables en el modelo. En tercer lugar se verificó si para cada una de las empresas cada una de las variables es estadísticamente

significativa a través de la prueba “p”, si el resultado del cálculo era menor a 0.05, el resultado es significativo, por lo tanto podemos afirmar que hay significancia estadística en determinadas o todas las variables del modelo.

En cuarto lugar se analizó el coeficiente R- cuadrado para encontrar el nivel de la bondad de ajuste del modelo.

En quinto lugar la prueba “p” para el estadístico F, se analizó si estadísticamente al conjunto de variables es significativo. En resumen se realizó un análisis econométrico exigente , para brindar resultados fiables, transparentes y consistentes.

Es el caso señalar que en la primera medición econométrica del presente modelo y de los otros modelos del presente estudio se encontró que la serie de datos de cada una de las variables tenían raíz unitaria por lo cual se procedió a trabajar con un nivel de retraso en cada una de las variables explicativas para evitar una medición econométrica espuria y trabajar econométricamente sin problemas. El mismo criterio se siguió en los siguientes modelos: 2, 3 y 4.

En la Matriz de Resultados N° 1 ,la contrastación econométrica encontró que el modelo no es representativo para la mayoría de empresas ( 11 de 13 empresas ) por cuanto no cumplen con las

pruebas de significancia económica y estadística y, la prueba p del estadístico a la vez ( ver página 69).

Se encontró que en solo dos empresas CEMENTOS PACASMAYO y EL COMERCIO, el modelo de Fernández P. (2004) es representativo bajo la óptica del conjunto de variables ( ver pág. 69 y ver la Matriz de Resultados N° 1 : “Creación de Valor a Través del Estudio de la Variable Dependiente Valor de Mercado y, la Matriz de Resultados N° 1 - A : Las 3 Empresas con Mejor Performance del Modelo”) , por cuanto en el caso de CEMENTOS PACASMAYO se cumple con los signos de las 3 variables explicativas del modelo , por ello hay significancia económica , solo 2 de 3 variables cumplen con el indicador “p” por lo tanto solo 2 de 3 variables tienen significancia estadística, solo no lo tiene la variable dividendos pero, adicionalmente se cumple con el valor p del estadístico F. En el caso de la empresa industrial EL COMERCIO la diferencia es que solo una variable cumple con la significancia estadística. En tercer orden de importancia esta la empresa minera MILPO, el modelo encuentra significancia económica en todas sus variables pero ninguna de ella tiene significancia estadística.

El nivel del indicador R-cuadrado para cada empresa puede observarse en la Matriz, en promedio es bajo para el conjunto de empresas oscila entre el 1 y el 38 %.

### Gráficos de Dispersión

Los cuadros grafican ( Véase GRAFICO N° 1 ) la relación de cada variable explicativa con la variable independiente. El signo que acompaña a cada variable explicativa será positivo si la recta tiene pendiente positiva en su diagrama de dispersión, será de signo negativo si la pendiente es negativa, ambos casos se cumplen de manera estricta si los puntos están concentrados en la recta.

En el gráfico N° 1 se aprecia que las 3 empresas cumplen con : con todos los signos y por lo tanto con las pendientes que provienen de la ecuación del modelo .

Adicionalmente, de la Matriz de Resultados N° 1 podemos apreciar también que para las otras empresas industriales: CEMENTOS LIMA, LIMA CAUCHO S.A., CERVECERIA SAN JUAN, QUIMPAC S.A. GLORIA S.A., UNION DE CERVECERIAS PERUANAS BACKUS Y JOHNSTON S.A.A. y las empresas mineras: COMPAÑÍA DE MINAS BUENAVENTURA S.A.A, SOCIEDAD MINERA CORONA S.A., MINSUR S.A. y, SOUTHERN PERU COPPER CORPORATION , los resultados no son apreciables, en primer lugar por cuanto el coeficiente de deuda es positivo en 5 de 8 empresas industriales y en 4 de 5 empresas mineras; el coeficiente de dividendos resulta negativo en 3 de 8 empresas industriales; el coeficiente de inversión es negativo en 2 de las 8 empresas industriales y en 3 de 5 empresas mineras.

**MATRIZ DE RESULTADOS N° 1**

**CREACION DE VALOR A TRAVÉS DEL ESTUDIO DE LA VARIABLE DEPENDIENTE VALOR DE MERCADO**

$$mva_t = a_t - b_1 de_u t + b_2 di_vit + b_3 inv_t + ut$$

	Cem. Lima	Cem. Pacasmayo	El Comercio	Lima Caucho	Cerv. San Juan	Quimpac	Gloria	Backus	Buenaventura	Corona	Milpo	Minsur	Southern
<b>Deuda (deu)</b>	0.765656	-1.429012	-2.067426	0.303359	0.298666	0.499145	0.450944	-4.534247	12.09984	0.860701	-0.749498	1.258204	0.8459
<b>Dividendo (divi)</b>	-15.7099	0.586754	3.474787	0.308116	-1.160774	0.261607	-0.12814	3.307145	23.31721	0.476316	2.218365	3.202941	3.867229
<b>Inversión (inv)</b>	0.225339	1.536638	5.525875	0.161882	1.514961	-0.20435	0.470692	-0.830202	-2.998324	-0.369382	0.981406	1.450486	-9.440753
<b>p-deuda</b>	0.0507	0.0179	0.1979	0.3277	0.7772	0.1205	0.5631	0.1801	0.0105	0.457	0.6138	0.4463	0.6547
<b>p-dividendo</b>	0.1056	0.6488	0.3815	0.8293	0.3313	0.8706	0.9467	0.4827	0.0932	0.4692	0.8841	0.4121	0.0791
<b>p-inversión</b>	0.4383	0.037	0.0004	0.0763	0.1199	0.5033	0.7106	0.8676	0.5781	0.5359	0.6581	0.5217	0.0394
<b>R-squared</b>	0.342585	0.19542	0.387629	0.235895	0.117781	0.07461	0.03029	0.07403	0.212632	0.029383	0.00812	0.082086	0.173692
<b>Adjusted R</b>	0.286236	0.126456	0.33514	0.1704	0.042163	-0.004709	-0.052828	-0.005339	0.145143	-0.053813	-0.076899	0.003408	0.102866
<b>F-statistic</b>	6.079619	2.833656	7.384969	3.601742	1.557567	0.940634	0.364426	0.932736	3.150633	0.353179	0.095504	1.043315	2.452365
<b>p- (F-statistic)</b>	0.001922	0.052268	0.000586	0.02284	0.217039	0.431467	0.779076	0.435197	0.037019	0.787097	0.962015	0.385524	0.07959

mva<sub>t</sub> : valor de mercado

deu<sub>t</sub> : deuda

divi<sub>t</sub> : dividendo

inv<sub>t</sub> : inversion

**Test Raiz Unitaria**

	Cem. Lima	Cem. Pacasmayo	El Comercio	Lima Caucho	Cerv. San Juan	Quimpac	Gloria	Backus	Buenaventura	Corona	Milpo	Minsur	Southern
prob - mvat	0	0.0001	0	0.0002	0.0002	0	0.0044	0	0.0002	0	0	0.0003	0.0002
prob - deuda	0	0	0	0.0009	0.0025	0	0.0016	0.0045	0	0	0	0.0003	0
prob - divi	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
prob - inv	0	0	0	0	0.0001	0	0.003	0	0	0	0	0.0013	0

Notas: (1) SIGNIFICANCIA ECONOMICA: los recuadros en verde indican las variables que cumplen con los signos de la teoría del modelo, los recuadros en blanco indican las variables que no cumplen con los signos de la teoría; (2) SIGNIFICANCIA ESTADÍSTICA: los recuadros en amarillo indican las variables que cumplen con los parámetros estadísticos, los recuadros en blanco indican las variables que no cumplen.

La distinción de colores indicada, no se utiliza para el análisis de las pruebas: R-squared, adjusted R, y F estadístico. Las empresas cumplen con el test de Raíz Unitaria.

Por razones de espacio no se ha considerado conveniente escribir los valores de la constante a<sub>t</sub> y de ut (en este caso el R cuadrado nos brinda la información).

**MATRIZ DE RESULTADOS N° 1- A**  
**CREACION DE VALOR A TRAVÉS DEL ESTUDIO DE LA VARIABLE DEPENDIENTE VALOR DE MERCADO**  
**Las 3 empresas con mejor performance del modelo**

$$mva_t = a_t - b_1 de_u t + b_2 divi_t + b_3 inv_t + u_t$$

	Cem. Pacasmayo	El Comercio	Milpo
Deuda (deu)	-1.429012	-2.067426	-0.749498
Dividendo (divi)	0.586754	3.474787	2.218365
Inversión (inv)	1.536638	5.525875	0.981406
p-deuda	0.0179	0.1979	0.6138
p-dividendo	0.6488	0.3815	0.8841
p-inversión	0.037	0.0004	0.6581
R-squared	0.19542	0.387629	0.00812
Adjusted R	0.126456	0.33514	-0.076899
F-statistic	2.833656	7.384969	0.095504
Prob (F-statistic)	0.052268	0.000586	0.962015
mva <sub>t</sub> :	valor de mercado		
deu <sub>t</sub> :	deuda		
divi <sub>t</sub> :	dividendo		
inv <sub>t</sub> :	inversion		

<b>Test Raiz Unitaria</b>			
	Cem.Pacasmayo	El Comercio	Milpo
prob - mvat	0.0001	0	0
prob - deuda	0	0	0
prob - divi	0	0	0
prob - inv	0	0	0

Notas: (1) SIGNIFICANCIA ECONOMICA: los recuadros en verde indican las variables que cumplen con los signos de la teoría del modelo , los recuadros en blanco indican las variables que no cumplen con los signos de la teoría;(2) SIGNIFICANCIA ESTADÍSTICA: los recuadros en amarillo indican las variables que cumplen con los parámetros estadísticos, los recuadros en blanco indican las variables que no cumplen.

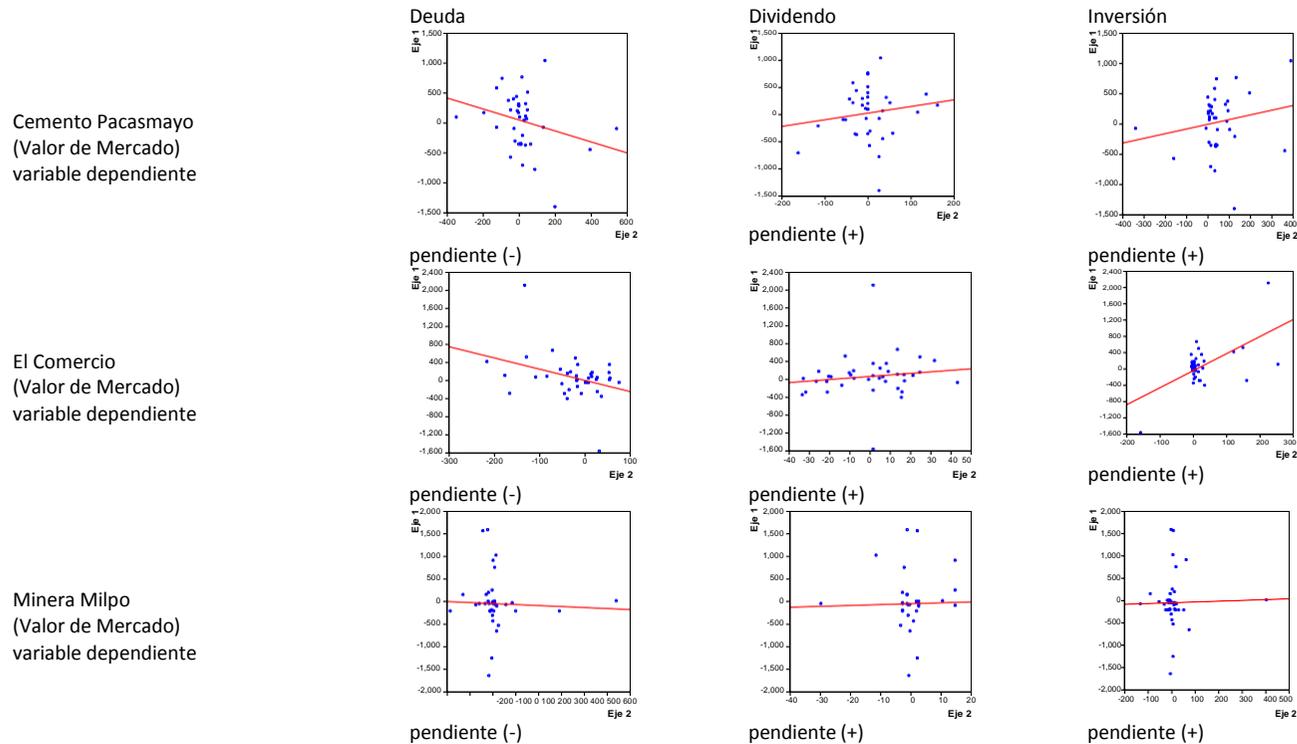
La distinción de colores indicada , no se utiliza para el análisis de las pruebas : R squared , adjusted R,y, F estadístico. Las empresas cumplen con el test de Raíz Unitaria.

**Gráfico N° 1**

**Modelo 1**

$$mva_t = a_t - B_1 * deuda_t + B_2 * dividendo_t + B_3 * Inversión_t + u_t$$

**Diagrama de dispersión de cada variable explicativa respecto a la variable dependiente**



Notas: (1) Los cuadros grafican la relación de cada variable explicativa: deuda, dividendo, inversión con la variable dependiente Valor de Mercado. El signo del coeficiente que acompaña a cada variable explicativa será positivo si la recta de color rojo tiene pendiente positiva en su diagrama de dispersión, será de signo negativo si la pendiente es negativa, ambos casos se cumplen de manera estricta si los puntos están concentrados en la recta. (2) En el gráfico N° 1 se aprecia que las 3 empresas cumplen con: con todos los signos y por lo tanto con las pendientes que provienen de la ecuación del modelo. (3) Eje 1: Variación nominal respecto al trimestre anterior del valor de mercado de la empresa, en miles de dólares. Eje 2: Variación nominal respecto al trimestre anterior de la variable independiente del modelo, en miles de dólares.

A lo que debe añadirse los bajos resultados en su conjunto de los indicadores “p” para cada variable y para la prueba F .

En la Matriz de Resultados N° 2 : “Creación de Valor a Través del Estudio de la Variable Dependiente Cotización de las Acciones “, referida al modelo aplicado sobre la creación de valor de López-Lubián (2000) ,el cual establece que la creación de valor está determinado por el efecto que tienen en la variable dependiente “cotización de las acciones “ las mismas variables explicativas del modelo anterior y sus respectivos signos, los resultados son inferiores respecto al modelo de Fernández P. (2004) , por cuanto no se encontró para ninguna empresa industrial o minera significancia económica en el conjunto de variables de cada empresa como tampoco significancia estadística .

Gráficos de dispersión:

Los cuadros grafican ( Véase GRAFICO N° 2 ) la relación de cada variable explicativa con la variable independiente. El signo que acompaña a cada variable explicativa será positivo si la recta tiene pendiente positiva en su diagrama de dispersión, será de signo negativo si la pendiente es negativa, ambos casos se cumplen de manera estricta si los puntos están concentrados en la recta.

En el gráfico N° 2 se aprecia que ninguna empresa cumple totalmente con todos los signos del modelo, Si a ello añadimos que ninguna empresa cumple con todas las pruebas de significancia estadística ( Véase Matriz de Resultados N° 2 ) : el modelo 2 no es representativo para ninguna empresa.

Por lo tanto respecto a la contrastación de la hipótesis específica 1 se puede afirmar que **no** se cumple lo planteado : “ **influye** el uso de las teorías de creación de valor en la gestión financiera de las empresas industriales y mineras enlistadas en la Bolsa de Valores de Lima” , por cuanto sus variables dependientes: el valor de mercado de la empresa y las cotizaciones de las acciones , estas no son explicadas significativamente por sus variables independientes : comportamiento de la deuda, el pago de dividendos y la evolución de la inversión”. El modelo de Fernández (2004) resulto ser el más representativo de los dos modelos , y lo fue solo para dos empresas industriales de una muestra de 13 empresas.

**MATRIZ DE RESULTADOS 2**  
**CREACION DE VALOR A TRAVÉS DEL ESTUDIO DE LA VARIABLE DEPENDIENTE COTIZACION DE LAS ACCIONES**

Cotizac t = at - b1 deu t + b2 divi t + b3 inv t +ut

	Cem. Lima	C em. Pacasmayo	El Comercio	Lima Caucho	Cerv. San Juan	Quimipac	Gloria	Backus	Buenaventura	Corona	Milpo	Minsur	Southern
Deuda (deu)	3.05E-05	0.0007	0.000407	0.006847	-0.002396	0.000256	0.000965	-0.000681	0.018823	0.027076	-1.25E-05	0.000412	0.005271
Dividendo (divi)	-0.003762	-0.008144	0.006523	-0.038752	-0.006924	-0.000944	0.001047	-0.001525	0.050908	-0.003833	0.001653	0.000156	0.010263
Inversión (inv)	-7.65E-05	0.000152	0.000323	0.007531	0.0024	-3.72E-05	-0.001977	0.001902	-0.008188	-0.007998	-0.000956	0.000187	-0.028918
p-deuda	0.9164	0.6571	0.8812	0.6337	0.8101	0.4499	0.4993	0.686	0.0256	0.4104	0.9813	0.2993	0.3479
p-dividendo	0.5981	0.0248	0.3389	0.5615	0.538	0.5832	0.7657	0.5202	0.044	0.8369	0.7632	0.867	0.1133
p-inversion	0.7239	0.9377	0.8949	0.0768	0.7909	0.9089	0.3966	0.4503	0.401	0.6365	0.2357	0.7291	0.0331
R-squared	0.020986	0.152411	0.046517	0.202979	0.011453	0.026363	0.028417	0.035835	0.192104	0.021539	0.089235	0.082471	0.174542
Adjusted R	-0.06293	0.079761	-0.03521	0.134663	-0.073279	-0.057092	-0.054861	-0.046808	0.122856	-0.062329	0.01117	0.003825	0.103788
F-statistic	0.25008	2.097867	0.569175	2.971173	0.135169	0.315895	0.341234	0.433611	2.774137	0.256822	1.143079	1.04864	2.466902
Prob (F-statis)	0.860727	0.118204	0.63902	0.044978	0.938406	0.81377	0.795632	0.730269	0.055792	0.85595	0.345244	0.383268	0.078316

cotizac t: cotizacion de las acciones

deu t: deuda

di vit: dividendo

inv t: inversion

**Test Raíz Unitaria**

test: Augmented Dickey-Fuller Test Equation

	Cem. Lima	C em. Pacasmayo	El Comercio	Lima Caucho	Cerv. San Juan	Quimipac	Gloria	Backus	Buenaventura	Corona	Milpo	MInsur	Southern
prob - cotiz	0	0.0011	0.0074	0	0.0018	0	0.005	0.0035	0.0029	0	0	0.001	0.0003
prob - deu	0	0	0	0.0009	0.0022	0	0.0016	0.0045	0	0	0	0.0003	0
prob - divi	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
prob - inv	0	0	0	0	0.0001	0	0.003	0	0	0	0	0.0013	0

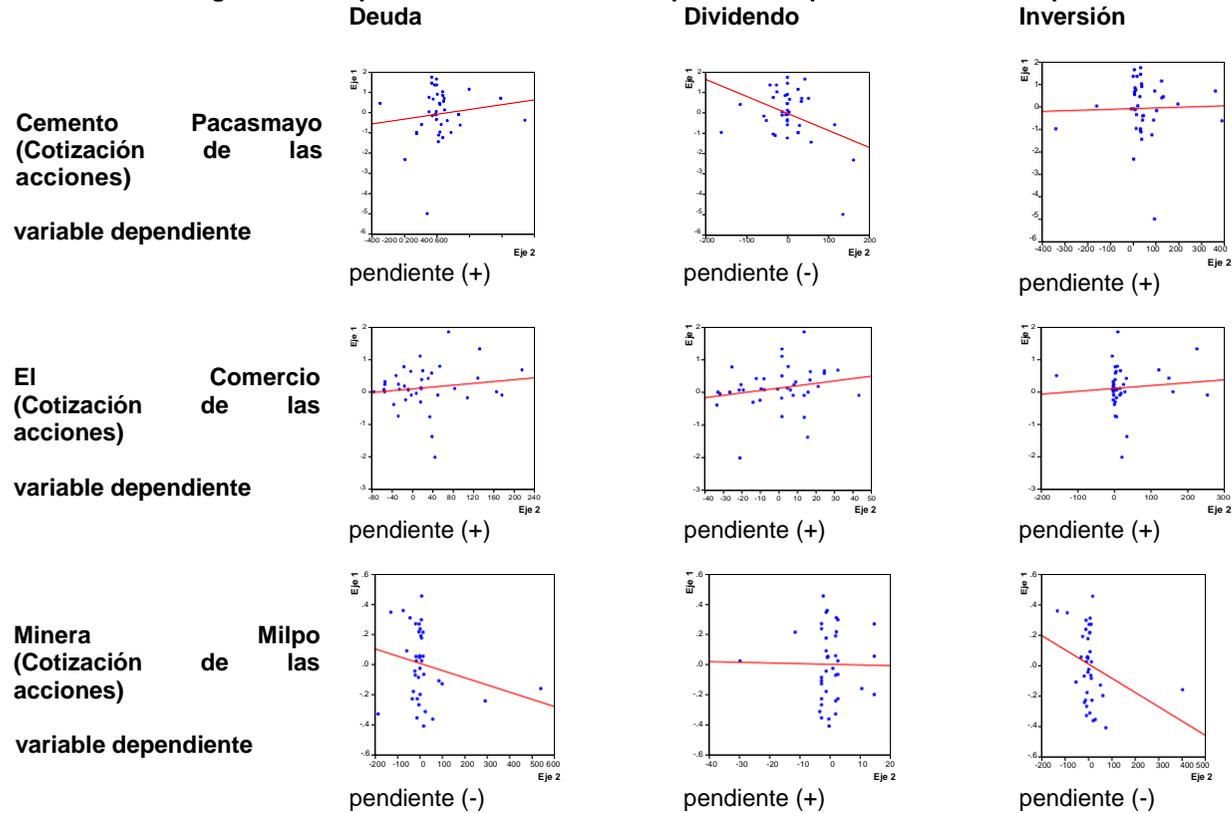
Nota s : (1) SIGNIFICANCIA ECONOMICA: Los recuadros en verde indican a las variables que cumplen con los signos de la teoría del modelo, los recuadros en blanco indican a las variables que no cumplen con los signos de la teoría; (2) SIGNIFICANCIA ESTADISTICA: Los recuadros en amarillo indican las variables que cumplen con los parametros estadísticos, los recuadros en blanco indican las variables que no cumplen.

La distinción de colores indicada, no se utiliza para el análisis de las pruebas : R squared, adjusted R, y F estadístico. Las empresas cumplen con el test de Raíz Unitaria. Por razones de espacio no se ha considerado conveniente escribir los valores de la constante at y de ut (en este caso el R cuadrado nos brinda la información).

**Gráfico Nº 2**  
**Modelo 2**

$$cotización_t = a_t - B_1 * deuda_t + B_2 * dividendo_t + B_3 * Inversión_t + u_t$$

**Diagrama de dispersión de cada variable explicativa respecto a la variable dependiente**



Notas: (1) Los cuadros grafican la relación de cada variable explicativa con la variable dependiente Cotización de las acciones. El signo del coeficiente que acompaña a cada variable explicativa será positivo si la recta de color rojo tiene pendiente positiva en su diagrama de dispersión, será de signo negativo si la pendiente es negativa, ambos casos se cumplen de manera estricta si los puntos están concentrados en la recta. (2) se aprecia que ninguna empresa cumple totalmente con todos los signos del modelo. (3) Eje 1: Variación nominal respecto al trimestre anterior de la cotización de una acción de la empresa, en dólares. Eje 2: Variación nominal respecto al trimestre anterior de la variable independiente del modelo, en miles de dólares.

## **B. Sobre la Teoría de Jerarquización de la Estructura de Capital.**

Para el análisis del cumplimiento de la teoría de la jerarquización financiera de la estructura de capital se verifico en primer lugar que no existe raíz unitaria en la serie temporal de datos, en segundo lugar el cumplimiento de las pruebas de significancia económica , se verifico si los coeficientes beta o coeficientes de regresión de las variables explicativas cumple con los signos del modelo. El modelo de referencia de las autoras Fernández y Rojas Conde (2004), establece que para el estudio de la jerarquización de la estructura de capital a través de la variable dependiente “los cambios en la deuda total (DT)” debe guardar para cada una de las variables explicativas la siguiente relación y signos: el mayor nivel de deuda se debe a la emisión de nuevas acciones lo cual se manifiesta en el pago de mayores dividendos ( $DIV_t$ ) (signo positivo), también se debe al requerimiento de mayor financiación para cubrir las necesidades de inversión ( $INV_t$ ) (signo positivo) , también se debe a una mayor utilización del capital de trabajo ( $W_t$ ) (signo positivo), se debe a faltantes del flujo de fondos después del pago de intereses  $FFDII_t$  (signo negativo) y a una mayor necesidad de deuda corriente ( $TDC_t$ ) (signo positivo).

En tercer lugar se verifico si para cada una de las empresas cada una de las variable es estadísticamente significativa a través de la

prueba “p” , si el resultado del cálculo es menor a 0.05, el resultado es significativo. Finalmente se verificó si la prueba “p” para el estadístico F es menor a 0.05.

En cuarto lugar se analizó el coeficiente R- cuadrado el cual nos indica la bondad de ajuste del modelo es decir, en que proporción el conjunto de las variables independientes explica a la variable dependiente.

En quinto lugar mediante el análisis de los beta estandarizados se encontró el orden de importancia de los beta que nos indica el orden jerárquico. Según la teoría el orden es el siguiente: primero la autofinanciación: capital de trabajo, y flujo de fondos después de impuestos , en segundo lugar el pasivo corriente: bancos y proveedores y en tercer lugar el financiamiento mediante emisión de acciones (pago de dividendos).

Los resultados encontrados son :

Se encontró que la serie de datos de cada una de las variables tenían raíz unitaria por lo cual se procedió a trabajar con un retardo de cada una de las variables explicativas para evitar una medición econométrica espuria y trabajar econométricamente sin problemas.

Respecto al modelo (3) de Fernández y Rojas Conde (2004), véase Matriz de Resultados N° 3 : “Jerarquización Financiera de la Estructura de Capital” , el **modelo no resulta representativo** para el caso peruano por cuanto: solo una empresa, la empresa Cervecería San Juan cumple con todas las pruebas de significancia económica ; en la evaluación de las pruebas de significancia estadística de cada una de sus variables ninguna empresa cumple con la evaluación p de todas ellas ( menor a 0.05). Sin embargo la empresa Cervecería San Juan cumple con la prueba p valor para el estadístico F ,por lo tanto el modelo es representativo solo para ella bajo la óptica del “conjunto de variables” , aun así la empresa cuenta con una indicador R cuadrado de 40% , resultado que es mejorado en el siguiente modelo. La explicación proviene de la ausencia en el modelo de una variable importante : la participación de los “pasivos corrientes”. Esta variable si es incorporada el modelo (4) de Fernández y Rojas Conde (2004).

**MATRIZ DE RESULTADOS N° 3**  
**JERARQUIZACION FINANCIERA DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL**

$$DT_t = a_t + b_1 DIV_t + b_2 INV_t + b_3 \Delta W_t - b_4 FFDII_t + u_t$$

	Cem. Lima	Cem. Pacasmayo	El Comercio	Lim a C a uc ho	Cerv. San Juan	Quimpac	Gloria	Backus	Buenaventura	Corona	Milpo	Minsur	Southern
<b>DIVIDENDOS (DIV)</b>	9.757419	10.01355	1030.298	-0.7025074	432.2426	0.0227452	0.5258718	0.2314474	-0.0377499	-0.1534033	0.3191722	-0.1762234	-0.0527086
<b>INVERSION (INV)</b>	1.146957	1026.659	2401.725	0.556805	477.9799	0.8731006	1.323433	1.382061	0.7219532	0.9754419	2.096031	1.595395	1.412848
<b>cap trab neto (<math>\Delta W</math>)</b>	0.4060754	451.5908	-61.6214	0.0269619	100.1061	0.4280575	0.1576417	-0.0999532	0.0806159	0.2771143	0.3561037	-0.1503008	0.1436411
Flujo de Fondos (FFDII)	0.1356425	19.41896	368.7993	1.897709	-275.1715	0.0307838	0.1838291	0.14681	-0.146499	-0.1663516	0.64237	-0.2934967	0.372515
<b>p -DIV</b>	0.613	0.981	0.168	0.757	0.003	0.98	0.4	0.209	0.957	0.35	0.72	0.724	0.82
<b>p- INV</b>	0.002	0.015	0.046	0.001	0.001	0.051	0.002	0.019	0.013	0.033	0.041	0.011	0.018
<b>p- INCR. W</b>	0.704	0.023	0.67	0.923	0.311	0.163	0.563	0.506	0.298	0.075	0.053	0.215	0.392
<b>p- FFDII</b>	0.905	0.959	0.131	0.504	0.022	0.925	0.562	0.257	0.482	0.192	0.001	0.411	0.009
<b>R-squared</b>	0.2641	0.6185	0.8349	0.2997	0.4084	0.5394	0.2984	0.3924	0.2431	0.8094	0.8995	0.4635	0.2705
<b>Adjusted R</b>	0.1775	0.5736	0.8155	0.2173	0.3388	0.4852	0.2159	0.3209	0.1541	0.7869	0.8877	0.4004	0.1847
<b>F-statistic</b>	3.05	13.78	42.98	3.64	5.87	9.96	3.62	5.49	2.73	36.08	76.06	7.34	3.15
<b>Prob (F-statistic)</b>	0.0299	0	0	0.0143	0.0011	0	0.0147	0.0016	0.045	0	0	0.0002	0.0262

**Test Raiz Unitaria**

test: Augmented Dickey-Fuller Test Equation

	Cem. Lima	Cem. Pacasmayo	El Comercio	Lim a C a uc ho	Cerv. San Juan	Quimpac	Gloria	Backus	Buenaventura	Corona	Milpo	Minsur	Southern
prob - DT	0	0	0	0	0.0003	0	0	0	0	0	0	0.0037	0
prob - DIV	0	0.0108	0	0	0	0	0.0053	0	0	0	0	0.0075	0
prob - INV	0	0	0	0	0.0001	0	0.003	0	0	0	0	0.0013	0
prob - $\Delta W$	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
prob - FFDII	0	0	0	0	0	0	0	0	0.0001	0	0	0	0

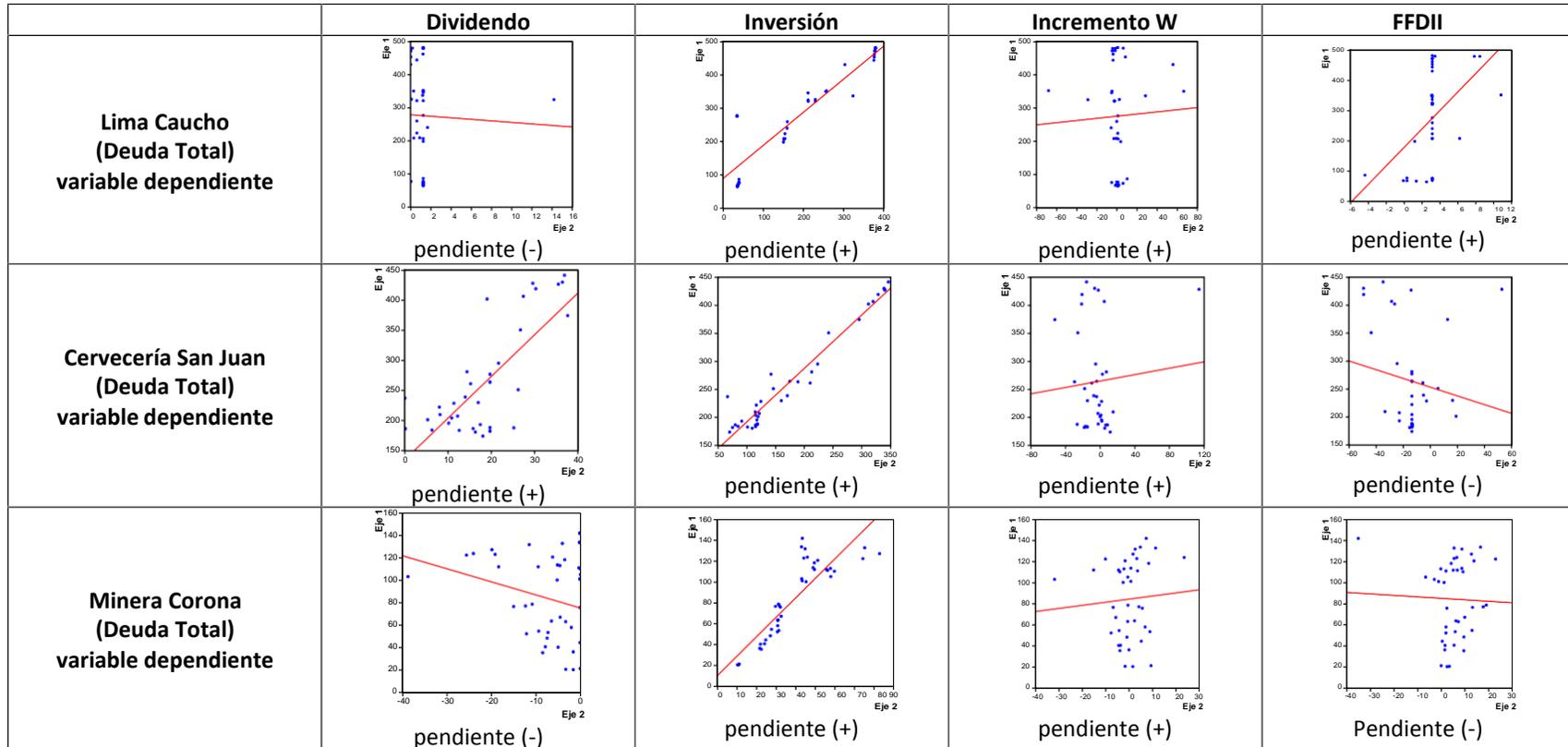
Notas: (1) SIGNIFICANCIA ECONOMICA: los recuadros en verde indican las variables que cumplen con los signos de la teoría , los recuadros signif en blanco o sin color indica las variables que no cumplen con los signos de la teoría; (2) SIGNIFICANCIA ESTADÍSTICA : los recuadros en amarillo indican las variables que cumplen con los parametros estadísticos , los recuadros en blanco indica los que no cumplen.

La distinción de colores indicada , no se utiliza para el análisis de las pruebas : R squared , adjusted R , y, F estadístico. Las empresas cumplen con el test de Raíz Unitaria.

**Gráfico N° 3**  
**Modelo 3**

$$DT_t = at + B_1 * div_t + B_2 * inver_t + B_3 * IncrW_t - B_4 * FFDII_t + u_t$$

**Diagrama de dispersión de cada variable explicativa respecto a la variable dependiente**



Notas: (1) Los cuadros grafican la relación de cada variable explicativa con la variable dependiente Deuda Total. (2) De las 3 empresas evaluadas en el Gráfico N°3 , sólo la Empresa Cervecería San Juan cumple con todos signos del modelo. (3) Eje 1: Variación nominal respecto al trimestre anterior de la Deuda Total de la empresa, miles en dólares. Eje 2: Variación nominal respecto al trimestre anterior de la variable independiente del modelo, en miles de dólares.

### Gráficos de dispersión:

Los cuadros grafican ( Véase GRAFICO N° 3 ) la relación de cada variable explicativa con la variable independiente. El signo que acompaña a cada variable explicativa será positivo si la recta tiene pendiente positiva en su diagrama de dispersión, será de signo negativo si la pendiente es negativa, ambos casos se cumplen de manera estricta si los puntos están concentrados en la recta.

De las 3 empresas evaluadas en el Gráfico N°3 , sólo la empresa Cervecería San Juan cumple con todos signos del modelo. En general, el modelo 3 no es representativo si observamos que en la Matriz de Resultados N° 3, ninguna empresa cumple con todas las pruebas de significancia económica ,estadística y las pruebas p valor , todas a la vez.

Respecto al modelo (4) de Fernández y Rojas Conde (2004) y, a la afirmación señalada en los resultados de que: ninguna empresa industrial y minera cumple plenamente con todas las pruebas de la teoría de la jerarquización financiera de la estructura de capital, podemos observar en la Matriz de Resultados N° 4: “Jerarquización Financiera de la Estructura de Capital“, que ninguna empresa cumple plenamente con todas las pruebas de significancia

económica y estadística y las pruebas p valor , todas a la vez . ( ver página 69) .

Respecto a la afirmación señalada en los resultados de que: la empresa que más se acerca al cumplimiento de la teoría es la empresa CERVECERIA SAN JUAN S.A., en la Matriz de Resultados 4, (ver también Matriz de Resultados N° 4 – A: “ Jerarquización Financiera de la Estructura de Capital- “ Las 3 Mejores Empresas con Significancia Económica y/o Estadística”) se aprecia que en dicha empresa se encuentra significancia económica en sus todas sus variables , es la única que cumple con los signos de las variables explicativas del modelo, en cuanto a la significancia estadística todos los coeficientes de sus variables cumplen la prueba “p” a excepción de la variable flujo de fondos, es decir solo en una de ellas no hay significancia estadística. La empresa presenta una prueba p del estadístico F favorable. Su R cuadrado 71% es muy superior a la misma prueba que se le hizo en el modelo 3 donde llego solo al 40 %. En consecuencia : a) solo para la Empresa Cervecería San Juan el modelo 4 es representativo bajo la óptica del conjunto de variables, su representatividad es superior a las pruebas que se le hicieron en el modelo 3, b) para el modelo 4 el rango de la prueba R cuadrado oscila entre el 71% y el 90%,respecto al modelo 3 cuyo rango oscila entre el 24 y el 89

% . El modelo 4 tiene mayor representatividad relativa que el modelo 3.

En orden de importancia siguen las siguientes empresas, SOCIEDAD MINERA CORONA S.A .y , LIMA CAUCHO S.A., por cuanto la primera empresa tiene en orden de mérito el mayor número de pruebas favorables tanto a nivel de la significancia económica como estadística, la segunda empresa por el mayor número de pruebas de significancia estadística relativo respecto al resto de empresas.

#### Gráficos de dispersión:

Los cuadros grafican ( Véase GRAFICO N° 4 ) la relación de cada variable explicativa con la variable independiente. El signo que acompaña a cada variable explicativa será positivo si la recta tiene pendiente positiva en su diagrama de dispersión, será de signo negativo si la pendiente es negativa, ambos caso se cumplen de manera estricta si los puntos están concentrados en la recta.

Sólo la Empresa Cervecería San Juan cumple con todos signos del modelo. Si consideramos los Resultados de las Matrices 4 y 4-A y apreciamos la mejor performance de los resultados de la significancia económica y estadística y , las pruebas p valor de cada variable y del estadístico F , la empresa que mejor cumple con el modelo 4 es la empresa Cervecería San Juan.

Respecto a la contrastación del tercer resultado referida a orden o jerarquización , en la Matriz de Resultados 4-B : “ Orden Jerárquico de la Teoría y Orden Encontrado - Análisis de Betas Estandarizadas”, la evidencia empírica ha encontrado que todas las empresas recurren en primer lugar al financiamiento mediante pasivos corrientes : bancos y proveedores; en segundo lugar mayoritariamente han recurrido a la financiación mediante el capital de trabajo , luego mediante el uso del flujo de fondos después de impuestos , aquí se observa que invierten el orden en el primer y segundo lugar que señala la teoría de jerarquización y, finalmente recurren al financiamiento mediante la emisión de acciones . Ninguna de las empresas cumple con el orden de la teoría de jerarquización.

Respecto a la contrastación del cuarto resultado se debe señalar que por la performance conjunta de las pruebas realizadas y analizadas , se nos permite concluir que el uso de la teoría de jerarquización financiera de la estructura de capital no es representativo en la gestión financiera de las empresas industriales y mineras. Solo una de trece empresas cumple con el modelo a nivel de conjunto de variables explicativas pero, no cumple con el orden jerárquico de las variables que indica el modelo.

Finalmente se puede señalar sobre las tres teorías contrastadas en la presente investigación que en términos relativos individuales en las empresas industriales de la muestra evaluada hay un mejor resultado que, en las empresas mineras , lo cual se evidencia en los resultados hallados para las empresas : CEMENTOS PACASMAYO , EL COMERCIO y CERVECERÍA SAN JUAN, no se encontraron resultados favorables para ninguna empresa-minera.

**MATRIZ DE RESULTADOS N° 4**  
**JERARQUIZACION FINANCIERA DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL**

DT t = at + b1 DIV t + b2 INV t + b3 ΔWt + b4 TDC t – b5 FFDII t + ut

	Cem. Lima	Cem. Pacasmayo	El Comercio	Lima Caucho	Cerv. San Juan	Quimipac	Gloria	Backus	Buenaventura	Corona	Milpo	Minsur	Southern
<b>DIVIDENDOS (DIV)</b>	3.999403	-81.81603	11.07665	-0.4727603	272.1459	-0.5519067	-0.1351143	0.0801712	0.3606468	-0.2068071	-0.0550007	0.029621	-0.0650965
<b>INVERSIONES ( INV )</b>	0.4169493	472.2213	514.758	0.1736895	261.5904	0.2994825	0.4471593	0.3098183	0.2049425	0.2436215	0.549736	0.7276512	0.1334918
<b>cap trabajo (ΔWt)</b>	1.481833	312.5579	-36.53098	0.3275174	81.20531	0.1763553	0.3367949	0.1078833	0.1516626	0.2187099	0.4280448	-0.0595955	0.0524275
<b>PASIVOS CORRIENTES (TDC T)</b>	2.532705	1.1484	0.4821686	0.9559286	0.5580922	1.0772	1.133865	0.8238404	0.8334761	1.075133	1.043179	0.4261661	1.055698
<b>Flujo de Fondos (FFDII)</b>	0.0017221	563.5818	-93.27277	1,734,801	-30.73293	-0.2714421	0.0669652	0.0261543	0.0185987	-0.017128	0.325375	-0.1755638	-0.0151676
<b>p -DIV</b>	0.633	0.761	0.972	0.488	0.022	0.294	0.598	0.335	0.173	0.007	0.944	0.896	0.245
<b>p- INVERSIONES</b>	0.009	0.001	0	0.001	0.012	0.003	0.01	0.044	0.065	0	0.003	0	0.354
<b>p- INCR. W</b>	0.004	0	0.705	0.002	0.3	0.305	0.007	0.206	0	0.003	0	0.342	0.199
<b>p- Flujo de Fondos</b>	0.997	0.025	0.374	0.057	0.741	0.149	0.615	0.664	0.808	0.755	0.047	0.304	0.655
<b>p-PASIVOS CORRIENTES</b>	0	0	0.002	0	0	0	0	0	0	0	0	0.026	0
<b>R-squared</b>	0.6794	0.6891	0.7977	0.612	0.7165	0.7669	0.8108	0.7698	0.7743	0.818	0.8418	0.6575	0.9046
<b>Adjusted R</b>	0.6308	0.6419	0.7671	0.5532	0.6736	0.7315	0.7822	0.7349	0.7401	0.7904	0.8178	0.6056	0.8901
<b>F-statistic</b>	13.99	14.63	26.03	10.41	16.68	21.71	28.29	22.07	22.65	29.67	35.11	12.67	62.57
<b>Prob (F-statistic)</b>	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

**Test Raiz Unitaria**

test: Augmented Dickey-Fuller Test Equation

	Cem. Lima	Cem. Pacasmayo	El Comercio	Lima Caucho	Cerv. San Juan	Quimipac	Gloria	Backus	Buenaventura	Corona	Milpo	Minsur	Southern
prob - DT	0	0	0	0.0001	0.0022	0	0	0.0045	0	0	0	0.0002	0
prob - DIV	0	0.001	0	0	0	0	0.0053	0	0	0	0	0.0075	0
prob - INV	0	0	0	0	0.0001	0	0.003	0	0	0	0	0.0013	0
prob - ΔW	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
prob - FFDII	0	0	0	0	0	0	0	0	0.0001	0	0	0	0
prob - TDCT	0	0	0	0	0.0023	0	0	0	0	0	0	0	0

Notas: (1) SIGNIFICANCIA ECONOMICA: los recuadros en verde indican las variables que cumplen con los signos de la teoría , los recuadros en blanco o sin color indica las variables que no cumplen con los signos de la teoría; (2) SIGNIFICANCIA ESTADÍSTICA : los recuadros en amarillo indican las variables que cumplen con los parametros estadísticos , los recuadros en blanco indica los que no cumplen.

La distinción de colores indicada , no se utiliza para el análisis de las pruebas : R squared , adjusted R , y, F estadístico. Las empresas cumplen con el test de Raíz Unitaria.

**MATRIZ DE RESULTADOS N° 4- A**  
**JERARQUIZACION FINANCIERA DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL**  
 “ Las 3 Mejores Empresas con Significancia Económica y/o Estadística”

$$DT_t = a_t + b_1 DIV_t + b_2 INV_t + b_3 \Delta W_t + b_4 TDC_t - b_5 FFDII_t + u_t$$

	Lima Caucho	Cerv. San Juan	Corona
DIVIDENDOS (DIV)	-0.4727603	272.1459	-0.2068071
INVERSIONES ( INV )	0.1736895	261.5904	0.2436215
cap trabajo ( $\Delta W_t$ )	0.3275174	81.20531	0.2187099
PASIVOS CORRIENTES (TDCT)	0.9559286	0.5580922	1.075133
Flujo de Fondos (FFDII)	1.734801	-30.73293	-0.017128
p -DIV	0.488	0.022	0.007
p- INVERSIONES	0.001	0.012	0
p- INCR. W	0.002	0.3	0.003
p- Flujo de Fondos	0.057	0.741	0.755
p-PASIVOS CORRIENTES	0	0	0
R-squared	0.612	0.7165	0.818
Adjusted R	0.5532	0.6736	0.7904
F-statistic	10.41	16.68	29.67
Prob (F-statistic)	0	0	0

**Test Raiz Unitaria**

	Lima Caucho	Cerv. San Juan	Corona
prob - DT	0.0001	0.0022	0
prob - DIV	0	0	0
prob - INV	0	0.0001	0
prob - $\Delta W$	0	0	0
prob - FFDII	0	0	0
prob - TDCT	0	0.0023	0

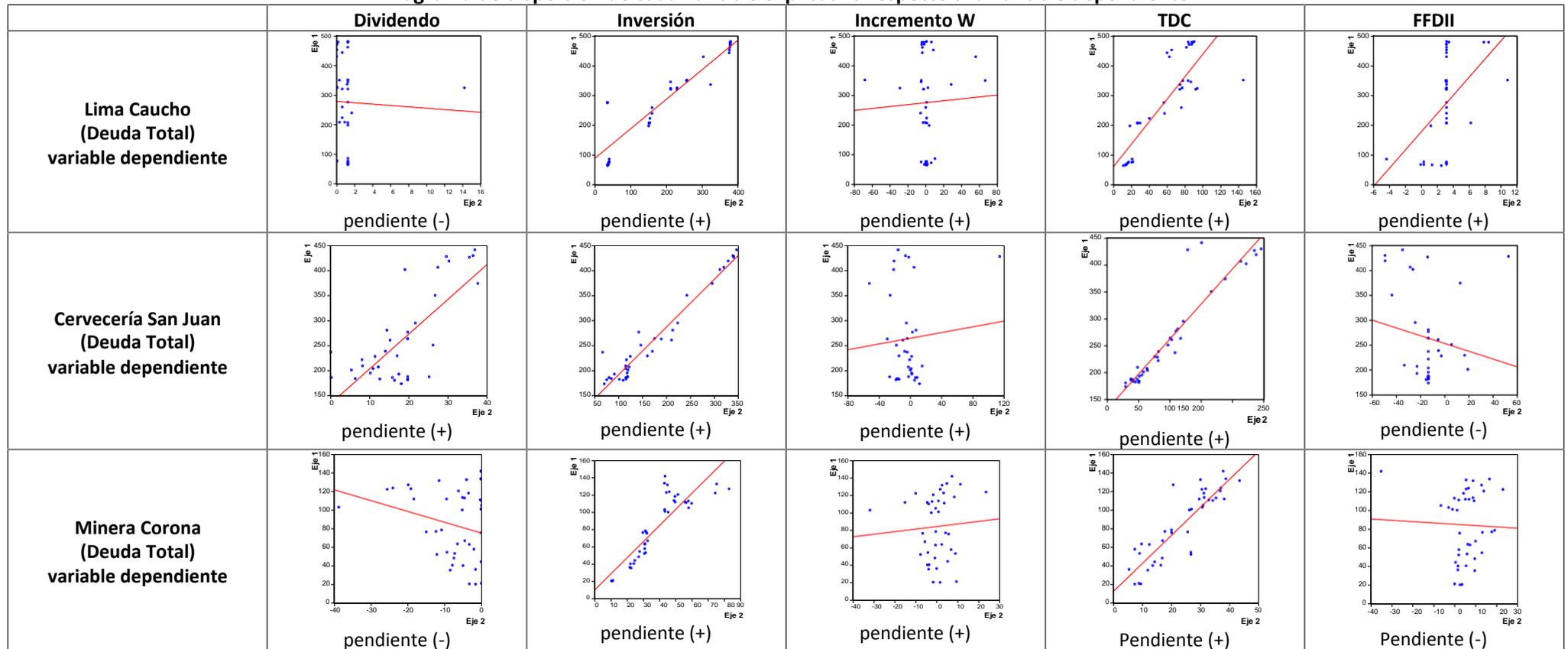
Notas: (1) SIGNIFICANCIA ECONOMICA: los recuadros en verde indican las variables que cumplen con los signos de la teoría, los recuadros en blanco o sin color indica las variables que no cumplen con los signos de la teoría; (2) SIGNIFICANCIA ESTADÍSTICA: los recuadros en amarillo indican las variables que cumplen con los parametros estadísticos, los recuadros en blanco indica los que no cumplen.

(2) Se ha considerado conveniente mostrar en la matriz a las 3 mejores empresas bajo los siguientes criterios, en primer lugar a la empresa con mejor significancia económica y estadística (Cerv. San Juan), en segundo lugar a la empresa con mejor significancia económica, estadística y mejor R cuadrado relativo (Corona) y, en tercer lugar a la empresa con mejor significancia estadística (Lima Caucho). (3) La distinción de colores indicada no se utiliza para el análisis de las pruebas: R cuadrado, R ajustado, y F estadístico. Todas las empresas cumplen con el test de Raiz Unitaria.

**Gráfico Nº 4**  
**Modelo 4.**

$$DT_t = at + B_1 * div_t + B_2 * inver_t + B_3 * IncrW_t + B_4 * TDC_t - B_5 * FFDII_t + u_t$$

**Diagrama de dispersión de cada variable explicativa respecto a la variable dependiente**



Notas: (1) Los cuadros grafican la relación de cada variable explicativa con la variable dependiente Deuda Total. El signo del coeficiente que acompaña a cada variable explicativa será positivo si la recta de color rojo tiene pendiente positiva en su diagrama de dispersión, será de signo negativo si la pendiente es negativa, ambos casos se cumplen de manera estricta si los puntos están concentrados en la recta. (2) Sólo la Empresa Cervecería San Juan cumple con todos signos del modelo. (3) Eje 1: Variación nominal respecto al trimestre anterior de la Deuda Total de la empresa, en miles en dólares. Eje 2: Variación nominal respecto al trimestre anterior de la variable independiente del modelo, en miles de dólares.

**Matriz 4 - B**  
**ORDEN JERARQUICO DE LA TEORIA Y ORDEN ENCONTRADO**  
**ANÁLISIS DE BETAS ESTANDARIZADAS**

**orden jerarquico de la teoria**

**orden encontrado**

1)cap trab neto (INCR. W)
2) Flujo de Fondos (FFDI)
3) Pasivos Corrientes (TDCT)
4) DIVIDENDOS (DIV)

1
2
3
4

	Cem. Lima	Cem. Pacasmayo	El Comercio	Lima Caucho	Cerv. San Juan	Quimipac	Gloria	Backus	Buenaventura	Corona	Milpo	Minsur	Southern
cap trab neto (INCR. W)	0.3302411	0.5103794	-0.0515366	.539221	0.1320356	0.1044351	0.2518786	0.1424923	0.4569847	0.3666547	0.4499223	-0.1158936	0.0792108
Flujo de Fondos (FFDI)	0.0003901	0.246605	-0.0740778	-.2751181	-0.0422154	-0.1475563	0.0476516	-0.0431941	0.0213175	-0.0261206	0.145311	-0.1153666	-0.0269724
Pasivos Corrientes (TDCT)	0.7591167	0.5396391	0.484178	.978475	0.7517632	0.6724654	0.9090933	0.8829861	1.016954	0.7225178	0.6214834	0.3259591	0.9486981
DIVIDENDOS (DIV)	0.0548661	-0.0312849	0.0030874	-.079905	0.2625162	-0.0961417	-0.0477493	0.087416	0.1227308	-0.3063618	-0.0050712	0.0144027	-0.0659311

**Orden encontrado númeroico**

cap trab neto (INCR. W)	2	2	3	2	3	2	2	2	2	2	2	4	2
Flujo de Fondos (FFDI)	4	3	4	4	4	4	3	4	4	3	3	3	3
Pasivos Corrientes (TDCT)	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
DIVIDENDOS (DIV)	3	4	2	3	2	3	4	3	3	4	4	2	4

Nota.-

La evidencia empírica ha encontrado que todas las empresas recurren en primer lugar al financiamiento mediante pasivos corrientes : bancos y proveedores; en segundo lugar mayoritariamente : han recurrido a la financiación mediante el capital de trabajo , luego mediante el uso del flujo de fondos después de impuestos , aquí se observa que invierten el orden que señala el modelo , y finalmente recurren al financiamiento mediante la emisión de acciones .  
 Obsérvese que el flujo de fondos ocupa el tercer lugar en un número de veces mayor que los dividendos.

### **4.3 Discusión de Resultados**

#### **A. Sobre la Teoría de Creación de Valor**

En lo referente al modelo aplicado sobre la creación de valor de Fernández P. (2004) se ha encontrado que son dos las empresas industriales: CEMENTOS PACASMAYO y EL COMERCIO en las que el modelo es representativo, seguidas en orden de importancia por la empresa minera MILPO, en estas 3 empresas el modelo tiene significancia económica, por lo tanto en el análisis de la creación de valor estudiada a través de la variable “valor de mercado” se aprecia que el mercado y por lo tanto los inversionistas aprecian que a menor deuda o mejor tratamiento de ella la generación de valor en la empresa es mayor, asimismo a mayor cumplimiento en el pago de los dividendos mayor es la credibilidad de la generación de valor empresarial y finalmente a mayor crecimiento de la inversión mayor es el crecimiento del valor empresarial.

Para las otras empresas industriales: CEMENTOS LIMA, LIMA CAUCHO S.A. CERVECERIA SAN JUAN, QUIMPAC S.A. GLORIA S.A., UNION DE CERVECERIAS PERUANAS BACKUS Y JOHNSTON S.A.A. y las empresas mineras: COMPAÑÍA DE MINAS BUENAVENTURA S.A.A, SOCIEDAD MINERA CORONA S.A.,

MINSUR S.A. y, SOUTHERN PERU COPPER CORPORATION ,los resultados no son apreciables. Para la interpretación que se da sobre ese comportamiento contrario al esperado en el modelo de Fernández P. (2004) de las variables explicativas que no cumplen con los signos de los coeficientes del modelo y con las pruebas estadísticas consideramos a continuación las bases del Marco Teórico.

En lo relacionado al comportamiento positivo de la variable deuda para algunas empresas, es considerable rescatar que según Correa (2013) la teoría de la jerarquización financiera de Myers y Majluf (1984) ( ver página 31 ) no presenta ninguna relación exacta o directa entre el ratio de endeudamiento y el valor de la empresa, en razón de que dicha teoría no se basa en la existencia de un ratio óptimo que maximice el valor de la empresa, por lo tanto la empresa buscará endeudamiento cuando las posibilidades de inversión no puedan ser cubiertas por la autofinanciación. En razón a ello la relación entre deuda y valor podrá ser o positiva o negativa, ya que dependerá de las posibilidades de capital de trabajo propio y de las oportunidades de crecimiento de las que disponga la empresa en un momento determinado. Adicionalmente podemos interpretar que, conocedores el mercado y los inversionistas de que hay empresas líderes en el mercado nacional con una importante participación en el mercado internacional como es el caso de la empresa

Buenaventura y Southern, la evolución de la deuda empresarial no resulta una variable determinante para la compra y valoración de sus acciones, por lo tanto no incide en la creación de valor.

En lo relacionado al comportamiento de negativo de la variable pago de dividendos, la irrelevancia de la política de dividendos en la creación de valor se explica por el llamado efecto clientela, es decir la existencia de diferentes tipos marginales para cada accionista, que no le interesa tanto el cumplimiento del pago de dividendos sino más bien su optimización fiscal personal, lo cual está relacionado con el enfoque de Black y Scholes(1974) ( ver página 22 ) .

En lo relacionado a los coeficientes negativos de la inversión, se debe señalar que el comportamiento se daría en razón al enfoque de Myers (1977) ( ver página 20) quien señala que las imperfecciones del mercado pueden ocasionar que los directivos de las empresas en lugar de tomar proyectos de inversión con VAN positivo (infra inversión) aceptan proyectos de inversión con VAN negativo (sobreinversión), ello se daría por ejemplo en situaciones de empresas endeudas ante la creencia de que si los ejecutan, los acreedores capitalizarían el aumento de valor de la empresa, en lugar de los propios accionistas, generándose en el futuro una transferencia de valor de los accionistas actuales a los nuevos o potenciales accionistas.

En lo referente al modelo aplicado sobre la creación de valor de López-Lubián (2000) se brindan las mismas explicaciones vertidas sobre el no cumplimiento de los signos del modelo.

Realizada la evaluación podemos afirmar que para el caso de las empresas peruanas encuentra mayor nivel de representación el enfoque de Modigliani y Miller ( 1958) , quienes afirmaron que la estructura de capital no tiene incidencia en la creación de valor ( ver página 14 ).

#### **B. Sobre la Teoría de Jerarquización de la Estructura de Capital.**

En esta sección se desea empezar por la evidencia empírica más importante del estudio sobre el orden jerárquico de la teoría y luego se pasa al análisis del cumplimiento de los signos de las variables.

La evidencias empíricas más importante del estudio es que se encontró ( Véase, Matriz de Resultados 4-B : “ Orden Jerárquico de la Teoría y Orden Encontrado - Análisis de Betas Estandarizadas” ) que ninguna de las empresas cumple con el orden de la teoría de jerarquización, todas las empresas recurren en primer lugar al financiamiento mediante pasivos corrientes ,en

segundo lugar mayoritariamente han recurrido a la financiación mediante el capital de trabajo , y el uso del flujo de fondos después de impuestos , se observa que invierten el orden que señala la teoría de jerarquización , y finalmente recurren al financiamiento mediante la emisión de acciones .

Ese comportamiento se explica en primer lugar por el enfoque de Correa (2013) sobre la teoría de la jerarquización financiera de Myers y Majluf (1984) ( véase página 31 ) el cual ya ha sido comentado en lo relacionado a la teoría de creación de valor, y en segundo lugar se explica por : las imperfecciones del mercado ( ver página 16 ) , y la asimetría de la información y la teoría de la agencia ( ver páginas 17 y 18 ). Como es conocido en el caso peruano los grupos de gerentes y de directivos de las empresas guardan información y la administran a su conveniencia a veces muy lejos de los intereses de la empresa por un lado, por otro lado se renuevan permanentemente a los gerentes perdiéndose la representatividad y el control de los accionistas.

En este momento se debe hacer una reflexión referida al acceso y profundidad de los mercados de capitales de países en desarrollo como es el caso del Perú respecto a lo que sucede en los países desarrollados. En el Perú el Producto Bruto Interno (PBI) es financiado en las últimas décadas en no más del 5% anual mediante el mercado

de capitales, en cambio en países desarrollados como Estado Unidos y el Japón el financiamiento llega y a veces supera al 50% . Los mercados de capital en dichos países tienen Bolsas de Valores y Sistemas Financieros de una gran dimensión, con una gran cantidad de participantes, las cifras de inversión son muy grandes e importantes en el financiamiento de proyectos empresariales, además mantienen una gran diversidad de instrumentos financieros, en ellos se gestan mercados que tienen que ver con los requerimientos de financiación en cuanto al plazo y riesgo (por ejemplo :mercados spots y forwards) y se han desarrollado mercados de derivados financieros. Dichos mercados están altamente integrados a otros mercados a nivel internacional. Esa situación no se da en el caso peruano. Considerando que los modelos de investigación provienen de norte a sur es decir de economías desarrolladas a economías en desarrollo, ellos parten de una estructuras económicas y financieras diferentes y más desarrolladas, en los países sud americanos nos encontramos recién en un proceso inicial de gestación. Por ello la exigencia del cumplimiento del modelo es difícil por cuanto proviene de otra realidad o contexto económico.

Regresando al orden jerárquico en análisis, se aprecia que un grupo de 5 empresas recurren como última instancia de financiación a las acciones, lo cual si guarda una relación estrecha con la teoría la cual señala que ante los problemas de selección adversa ( ver página 18

) y para evitar una participación creciente de nuevos accionistas lo cual se constituye en un riesgo, las empresas dejan esta modalidad como último medio de financiación.

Una análisis global del no cumplimiento de los signos de las variables explicativas del modelo (ver Matriz de Resultados N° 4) es el siguiente:

En lo relacionado al comportamiento negativo de la variable dividendos , el comportamiento se da en razón al cumplimiento del enfoque de Fama y French (2002) ( ver página 26 ) quienes señalan que hay una relación negativa entre el pago de dividendos y las oportunidades de crecimiento, si la empresa tiene la oportunidad de crecer y requiere de financiamiento retendrá sus ganancias para reinvertirlas. El comportamiento también es explicado por la apreciación de marginalidad tributaria de Black y Scholes (1974 ) ( ver página 22) .

En lo relacionado al comportamiento del signo de la variable inversión, todas las empresas cumplen el signo de la teoría.

En lo relacionado al comportamiento negativo de la variable incremento del capital de trabajo, este se presenta en solo dos

empresas) , es decir se cumple el signo positivo mayoritariamente en 11 de 13 empresas .

En lo relacionado al signo positivo de la variable flujo de fondos que se presenta en 6 empresas, el comportamiento de las variable no tiene lógica por cuanto la deuda total está relacionada negativamente con el flujo de fondos en todo un periodo de estudio amplio, como el nuestro. La preocupación es mayor si las empresas teniendo flujos de fondos positivos han recurrido a la financiación mediante pasivos corrientes sin tener planes empresariales de crecimiento sostenidos, lo cual ya es materia de otro estudio.

En lo relacionado al comportamiento negativo de la variable pasivo corriente , al comenzar esta misma sección se ha brindado una explicación a la variable , a través de la consideración de la apreciación de Correa ( 2013) ( véase página 31 ) que concluye que la relación de deuda puede ser positiva o negativa dependiendo de las posibilidades de capital de trabajo y de crecimiento empresarial.

## CAPÍTULO V

### CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

#### 5.1 Conclusiones

- 1) A través del presente trabajo de investigación, **al aprobarse la hipótesis nula** , se ha demostrado que no se cumple la aceptación de la Hipótesis Principal: “ Influye el uso de las teorías de creación de valor y de la estructura de capital en la gestión financiera de las empresas industriales y mineras enlistadas en la Bolsa de Valores de Lima”, por cuanto en el análisis econométrico sus variables dependientes, no son explicadas significativamente por sus variables explicativas .

Para el adecuado tratamiento de la hipótesis principal se consideró organizar el estudio en dos hipótesis específicas.

- 2) En lo referente a la Hipótesis Específica 1 : “Influye el uso de las teorías de creación de valor en la gestión financiera de las empresas industriales y mineras enlistadas en la Bolsa de Valores de Lima “ , **al aprobarse la hipótesis nula , se ha demostrado que no se cumple la hipótesis** , por cuanto las variables

dependientes: el valor de mercado de la empresa y las cotizaciones de las acciones , estas no son explicadas significativamente por sus variables independientes : comportamiento de la deuda, el pago de dividendos y la evolución de la inversión”.

Por el estudio de contrastación realizado de la teoría de la creación de valor utilizando el modelo de Fernández P. (2014) se concluye que la mayoría : 11 de 13 empresas no cumplen las pruebas de significancia económica , estadística y la prueba F. Solo 2 empresas industriales CEMENTOS PACASMAYO y EL COMERCIO cumplen con las pruebas , logrando el modelo representatividad bajo la óptica del conjunto de variables. Le sigue en orden de importancia la empresa minera MILPO.

En cuanto al estudio de la contrastación de la teoría de la creación de valor utilizando el modelo de López Lubián, F.J. (2000), se concluye que los resultados son inferiores respecto al modelo de Fernández P. (2004) por cuanto no se encontró para ninguna empresa industrial o minera significancia económica en el conjunto de variables de cada empresa como tampoco significancia estadística.

Realizada la evaluación podemos afirmar que para el caso de las empresas peruanas encuentra mayor nivel de representación la teoría de la irrelevancia de la estructura de capital en la creación de valor de Modigliani y Miller (1958) y los aportes de los autores : Myers y Majluf (1984), Black y Scholes(1974) y , Myers (1977) referidos : a la ausencia de una relación exacta o directa entre el ratio de endeudamiento y el valor de la empresa , la irrelevancia de la política de dividendos en la creación de valor, y a las imperfecciones de mercado, respectivamente. Sus aportes han servido para explicar los resultados no esperados ( signos de las variables encontrados en la evidencia empírica, diferentes a los de los modelos evaluados) en la presente investigación.

- 3) En lo referente a la Hipótesis Específica 2: “Influye el uso de la teoría de la estructura financiera de capital en la gestión financiera de las empresas industriales y mineras enlistadas en la Bolsa de Valores de Lima” , **al aprobarse la hipótesis nula , se ha demostrado que no se cumple la hipótesis** , la variable dependiente: evolución de la deuda total , esta no es explicada significativamente por sus variables explicativas : nivel de la deuda, el pago de dividendos, las necesidades de inversión , la utilización del capital de trabajo , los faltantes del flujo de fondos y a una mayor necesidad de deuda corriente”.

Del estudio realizado en el presente documento sobre el cumplimiento de la teoría de la jerarquización financiera de la estructura de capital utilizando el modelo de Fernández y Rojas Conde (2004) , se concluye que ninguna empresa industrial o minera cumple plenamente los postulados de la teoría . La empresa que más se acerca al cumplimiento de la teoría es la empresa CERVECERIA SAN JUAN S.A. , las 5 variables de estudio cumplen plenamente con la significancia económica y 4 cumplen con la significancia estadística. Le siguen en orden de importancia las empresas LIMA CAUCHO S.A., SOCIEDAD MINERA CORONA S.A..

Se ha encontrado que todas las empresas invierten el orden de jerarquización financiera que establece la teoría, es decir utilizan primero la deuda corriente y después en segundo lugar el capital de trabajo y el flujo de fondos. Cinco de trece empresas si utilizan como último medio de financiación la emisión de acciones.

La explicación que se brinda es que el modelo utilizado proviene de economías desarrolladas, el cual se construye a partir de mercados de capitales más desarrollados. Sin embargo, el modelo y la investigación realizada es útil por cuanto se ha encontrado cual es

el ordenamiento de los medios de financiación de la muestra de empresas enlistadas en la Bolsa de Valores de Lima.

Los aportes del marco teórico sobre la asimetría de la información , la teoría de la agencia , como los aportes de los autores : Myers y Majluf (1984) referido a la ausencia de una relación exacta o directa entre el ratio de endeudamiento y el valor de la empresa ; Fama y French (2002) referido a la relación negativa entre el pago de dividendos y las oportunidades de crecimiento ; de Black y Scholes (1974) referido a la marginalidad tributaria de los inversionistas , han servido para explicar los resultados contrarios (signos de las variables encontrados en la evidencia empírica, diferentes a los de los modelos evaluados) a los que señalaban los modelos de la presente investigación.

Finalmente se puede señalar que en las empresas industriales en términos relativos individuales hay un mejor resultado que en las empresas mineras para las tres teorías contrastadas en la presente investigación, lo cual se evidencia en los resultados hallados para las empresas : CEMENTOS PACASMAYO , EL COMERCIO y CERVECERÍA-SAN-JUAN, no se encontraron resultados favorables para ninguna empresa minera.

Los estudios de los modelos aplicados es útil por cuanto brinda a partir de la evidencia empírica , información calificada a los inversionistas, accionistas y a los investigadores interesados en el comportamiento de la gestión financiera empresarial.

## **5.2 Recomendaciones**

- 1) Tanto en lo referente a la teoría de creación de valor como en la teoría de jerarquización financiera de la estructura de capital , se recomienda continuar con la verificación de ellas a través de aplicaciones econométricas pero en adelante considerando otras muestras que consideren el tamaño de la empresa : pequeña, mediana y gran empresa, el sector económico de procedencia así como bajo las oportunidades de crecimiento que se dan en cada empresa. Con posterioridad a ello se podrá construir modelos propios para el caso peruano.
  
- 2) Se recomienda también fomentar tanto en el nivel de post grado como de pre grado el interés en desarrollar líneas de investigación orientadas a temas que han sido poco tratados de las asignaturas de finanzas corporativas y desarrollo de

mercados financieros para incrementar el acervo nacional de investigaciones en dichas materias.

- 3) Se recomienda a la Universidad coordinar y constituir con la Bolsa de Valores de Lima un programa de estudios conjuntos en materia de finanzas corporativas a fin de fomentar un mayor interés en el desarrollo de los mercados de capitales.
  
- 4) Se recomienda invitar a representantes de las 13 empresas evaluadas en el presente trabajo de investigación a fin de dar a conocer los resultados encontrados y constituir convenios de asesoría en materia de finanzas corporativas.

## BIBLIOGRAFÍA

1. Ang, James ; Blackwell, David y Megginson, William ,” The Effect of Taxes on the Relative Valuation of Dividends and Capital Gains: Evidence from Dual-Class British Investment Trusts” (1991) . Recuperado de:<http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03756.x/abstract>.
2. Andrés, P. de; Azofra, V. y J.A. Rodríguez , “Endeudamiento, oportunidades de crecimiento y estructura contractual: un contraste empírico para el caso español”, Investigaciones Económicas, Vol. 24, N° 3,pag. 641-679 ,2000. Recuperado de: [https://books.google.com.pe/books?id=vh4AAAAIAAJ&q=Andr%C3%A9s,+P.+de;+Azofra,+V.+y+J.A.+Rodr%C3%ADguez+\(2000\),+%E2%80%9CEndeudamiento,+oportunidades+de+crecimiento+y+estructura+contractual:+un+contraste+emp%C3%ADrico+para+el+caso+espa%C3%B1ol%E2%80%9D,+Investigaciones+Econ%C3%B3micas,+Vol+24,+n%C2%BA+3,+p.+641679.&dq=Andr%C3%A9s,+P.+de;+Azofra,+V.+y+J.A.+Rodr%C3%ADguez+\(2000\),+%E2%80%9CEndeudamiento,+oportunidades+de+crecimiento+y+estructura+contractual:+un+contraste+emp%C3%ADrico+para+el+caso+espa%C3%B1ol%E2%80%9D,+Investigaciones+Econ%C3%B3micas,+Vol.+24,+n%C2%BA+3,+p.+641679.&hl=es&sa=X&ved=0ahUKEwj1IfmSwbMAhULJB4KHXnTD9UQ6AEIHDA](https://books.google.com.pe/books?id=vh4AAAAIAAJ&q=Andr%C3%A9s,+P.+de;+Azofra,+V.+y+J.A.+Rodr%C3%ADguez+(2000),+%E2%80%9CEndeudamiento,+oportunidades+de+crecimiento+y+estructura+contractual:+un+contraste+emp%C3%ADrico+para+el+caso+espa%C3%B1ol%E2%80%9D,+Investigaciones+Econ%C3%B3micas,+Vol+24,+n%C2%BA+3,+p.+641679.&dq=Andr%C3%A9s,+P.+de;+Azofra,+V.+y+J.A.+Rodr%C3%ADguez+(2000),+%E2%80%9CEndeudamiento,+oportunidades+de+crecimiento+y+estructura+contractual:+un+contraste+emp%C3%ADrico+para+el+caso+espa%C3%B1ol%E2%80%9D,+Investigaciones+Econ%C3%B3micas,+Vol.+24,+n%C2%BA+3,+p.+641679.&hl=es&sa=X&ved=0ahUKEwj1IfmSwbMAhULJB4KHXnTD9UQ6AEIHDA).

3. Armendáriz Lasso , Enrique; Gerenciamiento Basado en el Valor: transformando la cultura empresarial, Universidad Estatal de Milagro, Ecuador,2015. Recuperado de [wttp://biblio.universidadecotec.edu.ec/revista/ edicion 7/articulo-6.pdf](http://biblio.universidadecotec.edu.ec/revista/ edicion 7/articulo-6.pdf)
4. Bernartzi, S.; Michaely, R. y R. Thaler , “Do Changes in dividends signal the future or the past?”, Journal of Finance, Vol. 52, núm.3, p.1007-1034;1997. Recuperado de : [http://www.tdx.cat/bitstream/handle/10803/9314/Tesi\\_Marc\\_Correa.pdf.txt;jsessionid=C5A0CB693AB5D1A9B89486E742F8903E.tdx1?sequence=21934](http://www.tdx.cat/bitstream/handle/10803/9314/Tesi_Marc_Correa.pdf.txt;jsessionid=C5A0CB693AB5D1A9B89486E742F8903E.tdx1?sequence=21934).
5. Black, F. y M. Scholes , “The effect of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns”, Journal of Financial Economics, Vol. 1, p. 1-22., 174.
6. Bloomberg-Limited-Partnership,2016. Recuperado de : [https://es.wikipedia.org/wiki/Bloomberg\\_L.P](https://es.wikipedia.org/wiki/Bloomberg_L.P).
7. Carrasco Díaz, Sergio; Metodología de la Investigación Científica, editorial San Marcos E.I.R.L., novena edición, Lima –Perú, 2015.
8. Correa Domènech, Marc (2013), Estructura de Capital de Empresa: Teorías explicativas y estudio empírico internacional aplicado a grandes empresas, 2013. Recuperado de :

[http://www.tdx.cat/bitstream/handle/10803/9314/Tesi\\_Marc\\_Correa.pdf?sequence=1](http://www.tdx.cat/bitstream/handle/10803/9314/Tesi_Marc_Correa.pdf?sequence=1).

9. Durand, D. , "Cost of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement", Conference of Research on Business Finance, New York, National Bureau of Economic Research, 1952.

Recuperado de :

[https://books.google.com.pe/books?id=IK96L-PA712&dq=Durand,+D.++\(1952\),+%22Cost+of+debt+and+equity+funds+for+business:+trends+and+problems+of+measurement%22,+Conference+of+Research+on+Business+Finance,+New+York,+National+Bureau+of+Economic+Research.&source=bl&ots=FFNN5khoc7&sig=ALhJZ8g6hgdukmluJzI5T5wBoeM&hl=es&sa=X&ved=0ahUKEwiC8cGlvObMAhXJ7R4KHXYaDJ8Q6AEIHTAA#v=onepage&q=Durand%2C%20D.%20\(1952\)%2C%20%22Cost%20of%20debt%20and%20equity%20funds%20for%20business%3A%20trends%20and%20problems%20of%20measurement%22%2C%20Conference%20of%20Research%20on%20Business%20Finance%2C%20New%20York%2C%20National%20Bureau%20of%20Economic%20Research.&f=false](https://books.google.com.pe/books?id=IK96L-PA712&dq=Durand,+D.++(1952),+%22Cost+of+debt+and+equity+funds+for+business:+trends+and+problems+of+measurement%22,+Conference+of+Research+on+Business+Finance,+New+York,+National+Bureau+of+Economic+Research.&source=bl&ots=FFNN5khoc7&sig=ALhJZ8g6hgdukmluJzI5T5wBoeM&hl=es&sa=X&ved=0ahUKEwiC8cGlvObMAhXJ7R4KHXYaDJ8Q6AEIHTAA#v=onepage&q=Durand%2C%20D.%20(1952)%2C%20%22Cost%20of%20debt%20and%20equity%20funds%20for%20business%3A%20trends%20and%20problems%20of%20measurement%22%2C%20Conference%20of%20Research%20on%20Business%20Finance%2C%20New%20York%2C%20National%20Bureau%20of%20Economic%20Research.&f=false).

10. Espita, M. y F.J. Ruiz (1995), "El valor informativo de los dividendos sobre los beneficios futuros en el Mercado de capitales", Revista Española de Financiación y Contabilidad, Vol. 25, núm. 82, p.201-218, 1995.

Recuperado-de

[https://books.google.com.pe/books?id=yVAOAQAAQBAJ&pg=PA358&dq=Espita,+M.+y+F.J.+Ruiz+\(1995\),+%E2%80%9CEI+valor+informativo+de+los+dividendos+sobre+los+beneficios+futuros+en+el+Mercado+de+capitales%E2%80%9D&hl=es&sa=X&ved=0ahUKEwiy9PSstrMAhVIQCYKHZH1BAAQ6AEIGjAA#v=onepage&q=Espita%2C%20M.%20y%20F.J.%20Ruiz%20\(1995\)%2C%20%E2%80%9CEI%20valor%20informativo%20de%20los%20dividendos%20sobre%20los%20beneficios%20futuros%20en%20el%20Mercado%20de%20capitales%E2%80%9D&f=false](https://books.google.com.pe/books?id=yVAOAQAAQBAJ&pg=PA358&dq=Espita,+M.+y+F.J.+Ruiz+(1995),+%E2%80%9CEI+valor+informativo+de+los+dividendos+sobre+los+beneficios+futuros+en+el+Mercado+de+capitales%E2%80%9D&hl=es&sa=X&ved=0ahUKEwiy9PSstrMAhVIQCYKHZH1BAAQ6AEIGjAA#v=onepage&q=Espita%2C%20M.%20y%20F.J.%20Ruiz%20(1995)%2C%20%E2%80%9CEI%20valor%20informativo%20de%20los%20dividendos%20sobre%20los%20beneficios%20futuros%20en%20el%20Mercado%20de%20capitales%E2%80%9D&f=false).

11. Estrada Cañas, Ismael : Michael Spence: señalización y estructura informativa del mercado, Publicado el septiembre 13, 2013 por Blog del Grupo Publicado en Teoría de juegos,EM<https://racionalidadltda.wordpress.com/2013/09/13/michael-spence-senalizacion-y-estructura-informativa-del-mercado/AR>.
12. Fama, E.F. y K. French (2002), "Testing trade off and pecking order predictions about dividends and debt", Review of Financial Studies, Vol. 15, p.1-33,2002.  
Recuperado-de:  
[http://ecsocman.hse.ru/data/854/126/1231/fama\\_french\\_-\\_tradeoff\\_2002.pdf](http://ecsocman.hse.ru/data/854/126/1231/fama_french_-_tradeoff_2002.pdf).
13. Fernández Ramos, María Yolanda; De Rojas Conde, María del Carmen ; Documento de Trabajo 08/04 Contratación de la Teoría del

“Pecking Order”: El Caso de las Empresas Españolas, Universidad de Valladolid,2004.Recuperado-de:

<http://gredos.usal.es/jspui/bitstream/10366/>

[75253/1/DAEE\\_08\\_04\\_Contrastaci%C3%B3ndelaTeor%C3%ADa.pdf](http://gredos.usal.es/jspui/bitstream/10366/75253/1/DAEE_08_04_Contrastaci%C3%B3ndelaTeor%C3%ADa.pdf).

14. Fernández, Pablo, Valoración de empresas: como medir y gestionar el valor, Gestión 2000, Barcelona,2004. Recuperado de:  
[https://www.dykinson.com/static/pdf/Valoracion\\_de\\_empresas.PDF](https://www.dykinson.com/static/pdf/Valoracion_de_empresas.PDF).  
<http://www.casadellibro.com/libro-valoracion-de-empresas-como-medir-y-gestionar-la-creacion-de-val-or-3-ed-incluye-cd/9788480889803/999654>.
15. Jensen, M. y W. Meckling , “Theory of the firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure”, Journal of Financial Economics, Vol. 5, núm. 4, p. 305-360,1976. Recuperado de :  
<http://www.sfu.ca/~wainwrig/Econ400/jensen-meckling.pdf>.
16. Jensen, M. , "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finances and Takeovers", American Economic Review, Vol. 76, p. 323-329 , 1986.
17. Jensen, G.R. Solberg, D.P. y T.S. Zorn , "Simultaneous determination of insider ownership, debt and dividend policies", Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 27, núm. 2, p. 247-263 , 1992.Recuperado de:  
[http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0034-71402004000100006](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0034-71402004000100006).

18. López Lubián, F.J. (2000), "La dirección de negocios orientada a la creación de valor", 2000. Recuperado de :  
<http://profesores.ie.edu/fllubian//documentos/articulohdbr.pdf>.
  
19. Lun Chou , Ya ; Análisis Estadístico, 2015. Recuperado de:  
<https://www.amazon.es/An%C3%A1lisis-estad%C3%ADstico-YA-LUN-CHOU/dp/B00CHQ3UKW>
  
20. McConnell, J.J. y H. Servaes , "Equity ownership and the two faces of debt" Journal of Financial Economics, Vol. 39, p. 131-157, 1995.  
Recuperado de:  
[http://businessperspectives.org/journals\\_free/ppm/2011/PPM\\_2011\\_01\\_Stiglbauer.pdf](http://businessperspectives.org/journals_free/ppm/2011/PPM_2011_01_Stiglbauer.pdf).
  
21. Modigliani, F. y M.H. Miller , "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", American Economic Review, Vol. 48, p. 261-297, 1958.  
<https://www2.bc.edu/~chemmanu/phdfincorp/MF891%20papers/MM1958>  
. Pdf.
  
22. Myers, S.C. y N. Majluf , "Corporate investment decisions when firms have information that investors don't have", Journal of Financial Economics, Vol. 13, p. 187-221, 1984.

23. Myers, S.C. , "Determinants of Corporate Borrowing", Journal of Financial Economics, Vol. 5, núm. 2, p. 147-175, 1997.  
<https://www2.bc.edu/~chemmanu/phdfincorp/MF891%20papers/Myers%201977.pdf>.
24. Peris-Ortiz, Martha; Rueda Armengot, Carlos; De Souza Rech, Cristina ;Manuel Pérez Montiel , Manuel; FUNDAMENTOS DE LA TEORÍA ORGANIZATIVA DE AGENCIA, en NUEVAS CORRIENTES DE PENSAMIENTO ECONÓMICO Marzo-Abril, 2012. N.º 865 ICE.  
Recuperado de : [http://www.revistasice.com/CachePDF/ICE\\_865\\_107-118\\_D278025029FDF8256D349E533A2C2D4E.pdf](http://www.revistasice.com/CachePDF/ICE_865_107-118_D278025029FDF8256D349E533A2C2D4E.pdf)
25. Perrotini, Ignacio, 2002, La Economía de la Información: Microfundamentos de competencia imperfecta, Aportes, enero-abril, año/vol VV, numero 019 ; Benemerita Universidad de Puebla, México, pp59-67,2002.Recuperado-de:\_  
<http://www.redalyc.org/pdf/376/37601903.pdf>
26. Rappaport, A., "Creating shareholder value: a guide for managers and investors" ,1999. Recuperado de :  
[https://scholar.google.com.pe/scholar?q=rappaport+1986+creating+shareholder+value&hl=es&as\\_sdt=0&as\\_vis=1&oi=scholart&sa=X&ved=0ahUKEwi\\_r7blm9rMAhUB2iYKHYZ0BCoQgQMIGDAA](https://scholar.google.com.pe/scholar?q=rappaport+1986+creating+shareholder+value&hl=es&as_sdt=0&as_vis=1&oi=scholart&sa=X&ved=0ahUKEwi_r7blm9rMAhUB2iYKHYZ0BCoQgQMIGDAA)

27. Rodriguez Sanchez, María Teresa; “Premio Nobel de Economía” ,  
Momento Económico, pp 47-56, 2001. Recuperado de :  
<file:///C:/Users/rvillamo/Downloads/MOE11806.pdf>
  
28. Sánchez Carlessi , Hugo y Reyes Meza, Carlos; Metodología y  
Diseños en la Investigación Científica, Editorial Visión Universitaria,  
cuarta edición, impresiones “Vios” S.A.C. , Lima Perú, 2006.
  
29. Zambrano V., Sandra M. y Acuña C., Gustavo A. (2011). Estructura de  
capital. Evolución Teórica; Criterio Libre, Vol. 9 (15), 81-102 ISSN  
1900-0642-  
<http://www.unilibre.edu.co/CriterioLibre/images/revistas/15/art3.pdf>.

## **ANEXOS**

### **ANEXO 1: Información de Empresas: descripción y breve referencia histórica**

El presente anexo brinda información referente a la descripción de cada empresa y una breve referencia histórica de cada una de ellas , para lo cual se tomaron como fuentes las que se mencionan en las referencias bibliográficas respectivas.

#### **Empresas industriales**

##### **CEMENTOS LIMA**

###### **Descripción de la empresa:**

La empresa se dedica a la producción de cemento Portland Tipo I (cemento Sol), Cemento Portland Tipo I-BA, cemento Puzolánico Tipo IP (supercemento Atlas ), Cemento Portland Tipo II-BA.

###### **Breve referencia histórica:**

Cementos Lima se constituyó en 1967 como resultado de los aportes en efectivo del Sindicato de Inversiones y Administración S.A. (SIA, accionista principal) por 50% del capital social, y por la transferencia de los activos y pasivos de la Compañía Peruana de Cementos Portland S.A. (CPCP), la primera empresa productora de cemento en el Perú, creada en 1916. SIA

asumió el control de la empresa e inició un proceso de reestructuración para superar los problemas operativos y financieros que afrontaba CPCP. En 1974, durante el gobierno militar, las acciones de la empresa se transfirieron en su totalidad a Inversiones Cofide S.A., empresa de propiedad estatal, como consecuencia de un proceso de confiscación. En 1981, 51% de las acciones fueron devueltas a SIA y a otros accionistas, y en 1994, en el marco del proceso de reprivatización, se puso en venta el restante 49% de las acciones de Cementos Lima que aún poseía el Estado, las cuales fueron adquiridas por SIA y por otros accionistas. Al 2007, SIA alcanzó una participación de 68.03% de las acciones comunes de la Empresa, con lo que se convirtió no sólo en el principal accionista de Cementos Lima, sino también en el responsable de sugerencia. Actualmente, las compañías administradoras de fondos de pensiones, AFP, tienen una participación importante en su accionariado, que en conjunto representa 24.5% de las acciones comunes y 51.9% de las acciones de inversión. Las cinco subsidiarias activas son :

- Depósito Aduanero Conchán S.A. (99% de propiedad)
- Generación Eléctrica Atocongo S.A. - GEA (100% de propiedad)
- Inversiones en Concreto y Afines / Unicón (73.52% de propiedad)
- Compañía Eléctrica El Platanal S. A. (60% de propiedad)
- Skanon Investments Inc. / Drake Cement LLC (78.74% de propiedad)

## **CEMENTOS PACASMAYO S.A.A.**

### **Descripción de la empresa:**

La sociedad tiene por objeto dedicarse a la elaboración y fabricación de cementos, cal, agregados, bloques y ladrillos de cemento, concreto premezclado y otros materiales de construcción, sus derivados y afines, incluida su comercialización y venta, en el Perú y en el extranjero. Asimismo, la sociedad podrá realizar todo tipo de actividades mineras de cateo, prospección, exploración, desarrollo, explotación, comercialización, labor general, beneficio y transporte, así como realizar todas las actividades relacionadas con la prestación del servicio de transporte de mercancías en general y de materiales y residuos peligrosos, incluidos insumos químicos y bienes fiscalizados y celebrar y suscribir todos los actos y contratos convenientes para la consecución de su objeto social.

### **Breve referencia histórica:**

Cementos Pacasmayo, pertenece al Grupo Pascamayo y es la principal empresa del grupo, se dedica a la fabricación y comercialización de cemento, cal, agregados, concreto premezclado, elementos prefabricados y otros materiales de construcción.

Cuenta con una moderna planta de cemento en Pacasmayo (La Libertad), una planta de cemento en Rioja (San Martín), una planta de ladrillos de diatomita en Sechura (Piura) y plantas de premezclados en las principales ciudades desde donde atendemos los mercados norte y noreste del Perú.

Adicionalmente, la empresa anunció en enero del 2012 la decisión de construir una nueva planta de cemento en la ciudad de Piura.

## **EMPRESA EDITORA EL COMERCIO S.A.**

### **Descripción de la empresa:**

La sociedad se dedica principalmente a la edición, publicación y distribución del diario "El Comercio". Además se dedica a la edición, publicación y distribución de libros, folletos, diarios y semanarios y a todo tipo de publicaciones gráficas; a la producción y distribución de noticias y servicios informativos y de entretenimiento en cualquiera de sus formas y a través de cualquier medio de comunicación, así como a las inversiones en medios de comunicación radiales o televisivos.

### **Breve referencia histórica :**

El Comercio se publicó por primera vez como un diario comercial, político y literario el sábado 4 de mayo de 1839 por Manuel Amunátegui y Alejandro Villota. El precio de la primera edición era de 1 real de plata, que en 1863, con la adopción del sistema decimal sería de 10 centavos de sol de plata. Su lema era: Orden, libertad, saber. Originalmente era un periódico tabloide vespertino. A partir de agosto de ese mismo año, El Comercio lanzó su edición matutina quedando la edición vespertina como la edición de la tarde que se mantendría poco más de 120 años. Amunátegui en 1875 cede el control del periódico a José Antonio Miró Quesada, quedando desde entonces la familia Miró Quesada con el control del diario.

A inicios del siglo XX, El Comercio se convertiría en el diario más influyente del país. Así asumiría luego la dirección, su hijo Antonio Miró Quesada de la Guerra quien, junto a su esposa, sería asesinado por un fanático aprista el 15 de mayo de 1935. Después se sucedieron en la dirección de El Comercio otros miembros de la familia Miró Quesada.

El 29 de marzo de 1953, El Comercio se convierte en el primer periódico diario en publicar una edición dominical con un suplemento extra. Anteriormente, las páginas culturales se publicaban los sábados. En la década de 1950, con la competencia de otros periódicos y nuevos medios como la radiodifusión, El Comercio decide adaptarse a los cambios y el 2 de mayo de 1959 se publica la última portada del diario con avisos. El 4 de mayo del mismo año (fecha de aniversario) se publicó la primera edición matutina con una portada 100% noticiosa y un diseño renovado que se mantendría por 25 años.

En 1962, se lanza El Comercio Gráfico para reemplazar a la edición vespertina de El Comercio. En 1971, a su vez sería reemplazado por el diario deportivo Afición, que tuvo pocos años de existencia.

El gobierno de Juan Velasco Alvarado expropió los diarios a mediados de 1974 (Decreto-Ley N° 20681). Entonces, El Comercio fue entregado teóricamente a servir a las comunidades campesinas pero en la práctica se convirtió en vocero del régimen militar. Se nombró como editor a Héctor Cornejo Chávez, presidente del Partido Demócrata Cristiano y partidario de

Velasco. Cabe resaltar que esta expropiación fue firmada por uno de los miembros de la familia: Fernando Miró-Quesada Bahamonde, que en ese momento era Ministro de Salud.

Los medios de comunicación peruanos fueron devueltos a sus legítimos propietarios por el presidente Fernando Belaúnde Terry el 28 de julio de 1980. Fue el primer acto de Belaúnde el mismo día que asumió la presidencia de la República por segunda vez. La dirección de El Comercio fue asumida por Alejandro Miró-Quesada Garland y Aurelio Miró-Quesada Sosa.

En 1982, El Comercio inicia el cambio progresivo de los antiguos sistemas de edición en linotipos y comienza a ser diseñado mediante computadoras, transición finalizada exitosamente en noviembre de 1983. El 28 de junio de 1984 inauguró una moderna planta de impresión con rotativas ófset a colores en el distrito limeño de Pueblo Libre. Ese mismo año se crea la sección Página Escolar, donde se empezaron a publicar artículos periodísticos de cientos de escolares de todo el Perú. Aunque ya no en la versión impresa, el programa Corresponsales Escolares continúa con la enseñanza y capacitación en temas de formación periodística de jóvenes escolares.

La gran planta de impresión sería mejorada a mediados de la década de 1990 con la implementación de un nuevo sistema de pre-prensa,

fotocomposición y edición; así como, la adquisición en 1997 de una nueva rotativa. Todo lo cual le permite a El Comercio tener desde 1999, un moderno diseño en un tamaño ligeramente más pequeño aunque manteniéndose en el tradicional Gran formato que utiliza desde mediados del siglo XIX, pero desde el lunes 14 de Marzo del 2016, el tradicional Gran formato sólo es usado en la edición de los sábados y domingos, y de lunes a viernes el periódico es impreso en formato berlinés.

### **LIMA CAUCHO S.A.**

Descripción de la empresa:

Empresa dedicada a la producción, compra y venta de llantas, cámaras para vehículos y, en general, a toda clase de artículos de caucho material ó plástico o similares o sustitutos de éstos.

### **Breve referencia histórica :**

LIMA CAUCHO S. A. es una empresa constituida en 1976 ,sin embargo su historia se remonta a 21 años antes, exactamente a 1955, cuando es constituida bajo la razón social de Rubber Company S. A. Por otro lado, esta empresa es el resultado de la unión de dos sólidas empresas internacionales de la industria del caucho, como son: THE B. F. GOODRICH Co. de Estados Unidos, y la compañía Hulera Euzkadi de México, quienes se asociaron a su vez con un grupo de inversionistas peruanos Por lo que resta, a partir de 1995 ha sido administrada por la empresa “Colombiana de Llantas S. A.”, hasta el año 1998. Pues a partir de 1999 la empresa Season Group Limited,

constituida en las Islas Vírgenes Británicas, se encarga de administrar esta sociedad, contando con una participación del 71.10% de sus acciones.

## **CERVECERIA SAN JUAN S.A.**

### **Descripción de la empresa:**

La empresa tiene por objeto principal la elaboración, envasado, venta, distribución y toda otra clase de negociaciones relacionadas con bebidas malteadas y maltas, bebidas no alcohólicas y aguas gaseosas. También constituyen objetos de la Sociedad la inversión en valores de empresas sean nacionales o extranjeras; la explotación de predios rústicos; la venta, industrialización, conservación, comercialización y exportación de productos agrícolas; cultivo, desarrollo e industrialización de productos nativos de la Amazonía y otros.

### **Breve referencia histórica :**

La empresa Cervecería San Juan hace 35 años que labora en la Amazonía. Participa no solo en el desarrollo económico, sino también en el desarrollo social de la selva peruana; por ello, realizan actividades solidarias con la comunidad, ésta es una empresa que está totalmente identificada con toda la Amazonía.

La Cervecería San Juan es una empresa privada, integrante de Corporación Backus, con la que comparte un modelo de gestión, filosofía, valores y principios comunes, los mismos que orientan su accionar.

Los fundadores de la empresa fueron un grupo de empresarios peruanos, liderados por el emprendedor ingeniero Ricardo Bentín Mujica, Presidente del Directorio de Cervecería Backus y Johnston S.A., secundado por los señores Walter Macher Benvenuto y Jorge Coquis Herrera.

Cervecería San Juan S.A.A. es fundada el 2 de setiembre de 1971 en la ciudad de Pucallpa, departamento de Ucayali. Se denomina San Juan porque hace referencia a San Juan Bautista, Patrono de la Selva Peruana, cuyo nombre identifica su fiesta más tradicional; el cual es símbolo de mística y calor del hombre selvático, esencia de fiesta y alegría desbordante. En el año de 1975, se inicia el envasado de la Cerveza San Juan. Asimismo, se empezó a producir cervezas pertenecientes al grupo corporativo Backus, tales como Cristal y Pilsen. La primera desde 1983 y la segunda, desde 1994; todas ellas con gran éxito en el mercado. En la actualidad los productos que elabora son consumidos en las principales ciudades en la Selva Peruana.

En el año 2000 La Empresa Backus adquiere la Cervecería San Juan.

En el año 2002 Bavaria compra a Backus.

En el año 2005 Sab Miller compra Bavaria.

## **QUIMPAC S.A.**

### **Descripción de la empresa:**

El objeto social de la empresa es dedicarse a fabricar, comercializar, vender, importar y exportar: (i) sal y sus derivados, en todas sus formas y para todo

uso, sea éste industrial o doméstico; (ii) soda cáustica y cloro, así como todos sus derivados y/o en combinación con otros productos, fosfato bicálcico, alcohol etílico y en general productos químicos calificados como actividad industrial manufacturera; y (iii) papel. La sociedad para lograr la producción de sal, se dedica a la exploración, desarrollo y explotación de yacimientos mineros de sal.

**Breve referencia histórica :**

QUIMPAC S.A., anteriormente conocida como Química del Pacífico S.A., se fundó en el año 1964, dedicándose a la producción y comercialización de soda cáustica, cloro, fosfato bicálcico y otros productos químicos, y sales para uso industrial y doméstico.

En 1994 QUIMPAC adquiere la empresa EMSAL S.A. (Empresa de la Sal S.A.) constituyéndose así en el principal productor de sal en el país.

En 1997 QUIMPAC adquiere el complejo Químico-Papelero de Paramonga (ex W.R. Grace & Co.- Sociedad Paramonga LTDA) duplicando de esta forma la capacidad de su planta química.

QUIMPAC es actualmente el único productor integrado de sal y productos químicos en el Perú, y uno de los cinco mayores productores de cloro-soda en Sudamérica.

Las operaciones de producción son realizadas en sus plantas situadas en Oquendo (Callao), Huacho (km 130 al Norte de Lima), Paramonga (km 210

al Norte de Lima) y Otuma, en Pisco (km 280 al Sur de Lima). Las oficinas administrativas están ubicadas en Oquendo.

QUIMPAC tiene presencia tanto en el mercado nacional como en el internacional. Los mercados atendidos por sus distintas divisiones abarcan todo el territorio nacional y países como Argentina, Bolivia, Chile, Colombia, Ecuador, Uruguay, Paraguay, Venezuela, Centroamérica, los Estados Unidos y Canadá.

## **GLORIA S.A.**

### **Descripción de la empresa:**

La empresa se dedica a preparar, envasar, manufacturar, comprar, vender, importar, exportar y comercializar toda clase de productos y derivados lácteos, productos alimenticios compuestos por frutas, legumbres y hortalizas, aceites y grasas a partir de sustancias animales y vegetales, productos cárnicos, elaboración y conservación de pescado y de productos de pescado, y toda clase de productos alimenticios, jugos y bebidas en general. En el ámbito de los negocios, puede prestar servicios de dirección estratégica, operativa, gestión administrativa y asesoría integral a terceras personas

### **Breve referencia histórica:**

El 5 de febrero de 1941, la empresa General Milk Company Inc. constituyó la empresa Leche Gloria S.A. en la ciudad de Arequipa. Ese mismo año

emprendió la construcción de la planta industrial e inició el 4 de mayo de 1942 la fabricación de la leche evaporada Gloria a un ritmo de 166 cajas por día, totalizando 52,000 cajas durante el primer año de producción. En ese entonces, la fuerza laboral estaba constituida por 65 personas entre empleados y obreros. Posteriormente General Milk Company Inc. fue adquirida por Carnation Company y en el año 1978 Leche Gloria S.A. cambió su denominación a Gloria S.A.

El crecimiento vertiginoso de la producción tuvo como soporte la constante labor de renovación de los equipos de su planta de producción y la ampliación de la capacidad instalada, así como la expansión de las zonas de recojo de leche fresca, qué tenían como soporte la instalación de plantas de acopio y refrigeración que servían al mismo tiempo como núcleos de promoción al desarrollo ganadero.

Al ofrecer un mercado seguro y brindar apoyo técnico a los productores proveedores, la empresa logró que la ganadería se constituyera en una actividad productiva importante en zonas en las que sólo se producía leche para autoconsumo debido a su alejamiento de las zonas urbanas y falta de mercado para su comercialización. La hoy floreciente Cuenca Lechera del Sur fue el resultado de una política bien estructurada a favor de la producción nacional de leche fresca.

## **UNION DE CERVECERIAS PERUANAS BACKUS Y JOHNSTON S.A.A.**

### **Descripción de la empresa:**

Constituye objeto principal de la empresa dedicarse a la elaboración, envasado, venta, distribución y toda clase de negociaciones relacionadas con bebidas malteadas y maltas, bebidas no alcohólicas y aguas gaseosas. También constituye objeto de la sociedad la inversión en valores de empresas sean nacionales o extranjeras; la explotación de predios rústicos; la venta, industrialización, comercialización y exportación de productos agrícolas; así como la prestación de servicios de asesoría en todo lo relacionado con las actividades antes mencionadas.

### **Breve referencia histórica:**

Backus inicia su historia con dos hombres estadounidenses que llegaron al país con el propósito de emprender. En 1876, Jacobo Backus y John Howard Johnston fundaron en Lima una fábrica de hielo artificial la cual amplió sus actividades tres años después al rubro de la cerveza, como consecuencia de la alta demanda que había en esa época por el consumo de esta bebida.

Actualmente Backus es la empresa líder de la industria cervecera en el Perú. Tiene 5 plantas de producción de cerveza descentralizadas ubicadas en Lima (Ate), Arequipa, Cusco, Motupe y Pucallpa; además de una Maltería y una planta de agua mineral. Cuenta con una participación cercana al 95% del mercado nacional de cervezas, con un portafolio de marcas nacionales e

internacionales muy bien segmentadas, que buscan satisfacer a los consumidores en los más de 180,000 puntos de venta a lo largo de todo el país.

## **Empresas mineras**

### **COMPAÑÍA DE MINAS BUENAVENTURA S.A.A.**

#### **Descripción de la empresa:**

Sociedad constituida en 1953 que se dedica (por cuenta propia y asociada con terceros) a la exploración, extracción, concentración y comercialización de minerales polimetálicos y metales. Buenaventura opera directamente nueve unidades mineras ubicadas en el Perú (Uchucchacua, Orcopampa, Poracota, Julcani, Recuperada, Antapite, Ishihuinca, Mallay y Breapampa) y tiene el control de dos compañías peruanas que poseen las minas de Colquijirca, Shila y Paula. Asimismo mantiene inversiones en acciones de otras empresas dedicadas a la actividad minera, entre las que se encuentran Minera Yanacocha S.R.L. y Sociedad Minera Cerro Verde S.A.A.

#### **Breve referencia histórica :**

Los posibles nombres que hacen referencia a este grupo son: Grupo Benavides, grupo Buenaventura, y grupo Yanacocha.

La historia de este interesante grupo comienza con Alberto Benavides Canseco (abogado) y Blanca de la Quintana de Benavides. Ambos de clase

media. Fruto de este matrimonio nace, el 21 de Octubre de 1920, Alberto Benavides de la Quintana, el patriarca (fundador) de Minas Buenaventura.

Alberto Benavides de la Quintana realizó sus estudios secundarios en el Colegio de la Inmaculada de Lima en los años 1927 – 1936. En el año 1937 ingresó a la vieja Escuela de Ingenieros del Perú, la que hoy conocemos como “La UNI” (Universidad Nacional de Ingeniería). Terminando sus estudios superiores, postuló y ganó el concurso de becas organizado por Cerro de Pasco Corporation. El joven Alberto, por esos tiempos, siguió estudios de postgrado en la prestigiosa universidad de Harvard (Estados Unidos).

Don Alberto se casó el 8 de septiembre de 1945, con Elsa Ganoza de la Torre. De este matrimonio nacieron 5 hijos: Blanca, Alberto, Mercedes, Roque y Raúl. En la actualidad solo Roque y Raúl se desempeñan en el grupo minero, los demás se dedican a otros negocios.

El conocimiento adquirido por el señor Benavides de la Quintana, le sirvió para más tarde formar su propia empresa (Compañía de Minas Buenaventura), pero antes de eso trabajó como Asistente de Geología en la empresa Cerro de Pasco Corporation, hasta 1953. En este año dejó el puesto y puso en marcha su proyecto con la explotación de la mina de plata de Julcani.

El líder actual del grupo es Roque Benavides Ganoza, quien le debe el nombre a “San Roque”. Su padre, Alberto Benavides de la Quintana, fue muy creyente del santo patrón de los mineros de Castrovirreyna (San Roque). El homenaje al santo funcionó, y hoy por hoy, el grupo Buenaventura es el tercero más grande del país, aunque su riqueza esté muy ligada al volátil precio de los metales.

Buenaventura es la compañía pública productora de metales preciosos más grande del Perú e importante poseedora de derechos mineros. Se encuentra comprometida con la explotación, tratamiento y exploración de oro, plata y demás metales en minas que posee al 100%, así como en aquellas en las que participa en sociedad con otras empresas.

Actualmente, opera diversas minas en el Perú:

Participación al 100%: Orcopampa, Uchucchacua, Julcani, Mallay y Breapampa.

Interés controlador: La Zanja, Tantahuatay y El Brocal.

Buenaventura mantiene interés minoritario en:

Yanacocha (43.65%), una de las minas más importantes en Latinoamérica, controlada y operada por Newmont Mining. Cerro Verde (19.6%), una importante empresa productora de cobre, operada y controlada por Freeport McMoRan.

Buenaventura se estableció originalmente como Sociedad Anónima bajo las leyes de Perú en el año 1953. En 1971 se listó en la Bolsa de Valores de

Lima, y en 1996 en la Bolsa de Valores de Nueva York. Actualmente, es una Sociedad Anónima Abierta que opera bajo las leyes de Perú.

## **SOCIEDAD MINERA CORONA S.A.**

### **Descripción de la empresa:**

Exploración y explotación de derechos mineros propios para producir concentrados de cobre, plata, plomo y zinc y actividades relacionadas con la generación de energía eléctrica.

### **Breve referencia histórica :**

Sociedad Minera Corona, fue constituida el 26 de Abril de 1993. La compañía pertenece al grupo económico Gubbins, dedicándose a la actividad minera, a través de operaciones de exploración, extracción, tratamiento y venta de concentrados. La compañía es dueña de la unidad de Yauricocha y de la unidad Hualgayoc, donde explota yacimientos polimetálicos, por el método de corte y relleno. En su división de Energía la compañía viene operando la central Hidroeléctrica de Huanchor .

Sociedad Minera Corona S.A. es una empresa peruana de minería y generación hidroeléctrica constituida en 1993. Corona participa en exploración, extracción, producción y comercialización de concentrado de mineral, principalmente plata, cobre, plomo y zinc, en su mina Yauricocha, en la provincia peruana de Yauyos. La firma también produce y comercializa

electricidad en su central Huanchor, ubicada en la provincia de Huarochirí. Minera Corona tiene su sede central en Lima y es filial de Sierra Metals Inc.

## **COMPAÑÍA MINERA MILPO S.A.A.**

### **Descripción de la empresa:**

Tiene por objeto llevar a cabo todas las actividades que comprende la industria minera y particularmente la exploración y explotación de yacimientos mineros y el beneficio de estos últimos, así como el tratamiento, comercialización, fundición y refinación y todas las demás actividades conexas. Sus unidades operativas son la Unidad Minera El Porvenir (concentrados de zinc, plomo y cobre), la Unidad Minera Cerro Lindo (concentrados de zinc, plomo y cobre), así como la Unidad Minera Atacocha (concentrados de zinc, plomo y cobre), la Unidad Minera Chapi (sulfatos y cátodos de cobre) y la Unidad Minera Iván (actualmente únicamente realiza actividades exploración), éstas tres últimas a través de sus subsidiarias Compañía Minera Atacocha S.A.A., Minera Pampa de Cobre S.A. y Minera Rayrock Limitada, respectivamente.

### **Breve referencia histórica:**

La compañía fue fundada en 1949 y tiene su sede en Lima, Perú. La Compañía Minera Milpo S.A.A. es un grupo minero peruano enfocado en la minería de cobre, oro, plata, plomo y zinc en Perú y Chile. La firma posee tres unidades mineras en Perú: El Porvenir y Atacocha en la Región Pasco and Cerro Lindo en la Región Ica, así como la refinería y la mina Iván en la Il

Región, norte de Chile. En 2011, concluyó el proceso de adquisición de Inca Pacific Resources, al cual mantenía anteriormente el contrato del proyecto de cobre y molibdeno Magistral en la Región Ancash. A fines del 2008 adquirió la mina peruana Atacocha. Sus otros proyectos incluyen Pukaqaqa (cobre-oro) y Hiláron (zinc). Milpo es controlada por la compañía brasileña Votorantim Metais-Cajamarquilla S.A. La compañía fue fundada en 1949 y tiene su sede en Lima, Perú.

## **MINSUR S.A.**

### **Descripción de la empresa:**

De acuerdo a su Estatuto, puede desarrollar todas las actividades que comprenden la industria minera y, particularmente, la exploración y explotación de yacimientos de minerales y el beneficio de éstos últimos, plantas de beneficio, refinación de minerales, así como también todas las operaciones conexas con estos fines. La empresa cuenta con tres Unidades de Producción: Nueva Acumulación Quenemari San Rafael (Puno), la Planta de Fundición y Refinación de Pisco (Ica) y la Mina Pucamarca (Tacna). Explota mineral de estaño y oro.

### **Breve referencia histórica :**

Minsur es una empresa que se constituyó en 1977 y cuya actividad principal es la explotación, procesamiento y comercialización del estaño, suponiendo el 12% del total mundial. Además, Minsur se encarga exploración de nuevos yacimientos.

La política de Minsur está orientada a alcanzar y mantener elevados estándares de calidad en cuanto a protección ambiental, a establecer relaciones de responsabilidad social, a una constante innovación y a satisfacer las exigencias de los mercados internacionales.

Minsur es una empresa minera altamente rentable y competitiva cuya base más sólida es la experiencia y la exigencia en los estándares de calidad que se dan a lo largo el proceso productivo. Minsur no sólo opera a nivel nacional, también está presente en los mercados internacionales utilizando a lo largo de todo el proceso tecnología vanguardista monitoreada y controlada por unos recursos humanos comprometidos con su trabajo.

## **SOUTHERN PERU COPPER CORPORATION - SUCURSAL DEL PERU**

### **Descripción de la empresa:**

Extracción, concentración, fundición y refinación de cobre, cátodos de cobre SX-EW, concentrados de molibdeno

### **Breve referencia histórica :**

Fue constituida en 1952 en el estado de Delaware en Estados Unidos, tiene 59 años trabajando en diferentes países. Es la empresa con mayores reservas de cobre en el mundo. En 1954 se estableció una sucursal en el Perú, suscribiendo un convenio bilateral con el gobiernos del Perú para el desarrollo y explotación de la mina de Toquepala. La capacidad de producción inicial del complejo minero Toquepala fue de

46,000 t/día, y la capacidad de fusión de concentrados de la Fundición alcanzó 1,400 t/día; además, se pusieron en operación el ferrocarril y el puerto industrial, en Ilo, Moquegua (Perú).

En el 2002, la Concentradora de Toquepala amplió su capacidad de molienda a 60,000 t/día.

El Complejo Minero Cuajone fue inaugurado e inició operaciones en 1976, con una capacidad de producción de 58,000 t/día de molienda. En 1999, la Concentradora de Cuajone amplió su capacidad a 87,000 t/día.

En 1991, SPCC suscribió un Acuerdo de Bases con el gobierno peruano e inició un programa de Inversión de Capital por \$445 millones, tanto para aumentar su producción como para mejorar las condiciones ambientales de sus operaciones.

En 1994, SPCC adquirió del estado peruano la refinería de cobre de Ilo que entonces tenía una capacidad de producción de 190,000 t/año. Esta unidad fue ampliada en 2002 a 280,000 t/año.

La Planta de ácido sulfúrico, desarrollada como parte del convenio entre el Estado Peruano y SPCC, inició sus operaciones en setiembre de 1995 con una capacidad de diseño de 140,600 t/año.

SPCC inició la cotización de sus acciones comunes el primer día útil de 1996, tanto en la Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE) como en la Bolsa de Valores de Lima (BVL), bajo el símbolo de PCU, el cual fue reemplazado

por SCCO, en 2010 para reflejar el carácter global de Southern Copper Corporation.

En 2002, se amplió la planta concentradora de Toquepala, aumentando su capacidad de producción de 45,000 t/día a 60,000 t/día.

El proyecto de modernización de la Fundición de Ilo se inició en 2003, con la finalidad de mejorar la eficiencia en la producción de cobre, capturar al menos el 92% de las emisiones de SO<sub>2</sub> y fundir 1.1 millones de toneladas de concentrado de cobre por año.

En abril de 2005 Southern Perú Copper Corporation se fusionó con Minera México y Subsidiarias, consolidándose como la compañía minera más importante de México y Perú.

## ANEXO 2 : CALCULO DE LA MUESTRA

Formula Base

$$n^{\circ} = \frac{z^2 pq}{E^2}$$

$n^{\circ}$	=	Muestra inicial
Z	=	Nivel de confianza (96%)
P	=	Probabilidad de éxito (60%)
q	=	Probabilidad de fracaso (40%)
E	=	Margen de error o nivel de precisión (4%)
n	=	Muestra final
$N_p$	=	tamaño de población pequeña
N	=	Tamaño de la población 8 y 5 empresas industriales y mineras

$$n^{\circ} = \frac{2.061^2(0.60)(0.40)}{(0.04)(0.04)} = 637$$

Formula ajustada : n = muestra final

$n = n^{\circ}$  entre x

donde x es igual a :

$$x = 1 + \frac{n^{\circ}}{N_p - 1}$$

Para las 8 empresas industriales :

$$n^{\circ} = \frac{637}{1 + \frac{636}{8}} = \frac{637}{81} = 7.86$$

Para las 5 Empresas Mineras:

$$n^{\circ} = \frac{637}{128} = 4.97$$

Por lo pequeño de las poblaciones objetivos las muestras calculadas resultan iguales al tamaño de la población.

**ANEXO 3.- Matriz de Coherencia**

DEFINICIÓN DEL PROBLEMA	OBJETIVOS	FORMULACIÓN DE HIPÓTESIS	CLASIFICACIÓN DE VARIABLES	DEFINICIÓN OPERACIONAL	METODOLOGÍA	POBLACIÓN, MUESTRA Y MUESTREO	INSTRUMENTO
<p><b>Problema General:</b></p> <p>¿No será que, en la evaluación del uso de las teorías de creación de valor y de la estructura de capital en la gestión financiera de las empresas industriales y mineras enlistadas en la Bolsa de Valores de Lima, mediante sus</p>	<p><b>Objetivo General :</b></p> <p>Demostrar que no es representativo, el uso de las teorías de creación de valor y de la jerarquización financiera de la estructura de capital mediante el análisis de sus variables dependientes y explicativas, en la gestión financiera de las empresas industriales y mineras enlistadas en la bolsa de valores de Lima.</p>	<p><b>Hipótesis General:</b></p> <p>“ No es representativo el uso de las teorías de creación de valor y de la estructura de capital en la gestión financiera de las empresas industriales y mineras enlistadas en la Bolsa de Valores de Lima, por cuanto en el análisis econométrico sus variables dependientes, no</p>			<p>Tipo de investigación: aplicada</p> <p>Nivel de investigación: explicativo de comprobación causal</p> <p>Método : de análisis, de relación causa efecto</p> <p>El diseño es no experimental longitudinal de tendencia.</p>	<p><b>Población:</b></p> <p>13 empresas : 8 industriales y 5 mineras que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima</p> <p><b>Muestreo :</b></p> <p>8 empresas industriales y 5 empresas mineras. probabilístico .</p>	<p>Modelos Econométricos: Mínimo Cuadrados Ordinarios y prueba de jerarquización a través de Betas Estandarizadas .</p>

<p>variables dependientes e independientes , se encuentre que las teorías no son representativas para una muestra de empresas peruanas?.</p>		<p>son explicadas significativamente por sus variables explicativas “.</p>					
<p><b>Problemas Específicos:</b></p> <p>1) ¿No será que en la evaluación del uso de las teorías de creación de valor en la gestión financiera de las empresas industriales y mineras enlistadas en la</p>	<p><b>Objetivos Específicos:</b></p> <p>1) Explicar porque no es representativo el uso de las teorías de creación de valor en la gestión financiera de las empresas industriales y mineras enlistadas en la Bolsa de Valores de Lima.</p>	<p><b>H. Específica 1.-</b></p> <p>“No es representativo el uso de las teorías de creación de valor en la gestión financiera de las empresas industriales y mineras enlistadas en la Bolsa de Valores de Lima por cuanto sus</p>	<p><b>(1) Para el modelo de Fernández : la variable dependiente es :</b></p> <p>mvat = valor de mercado neto</p> <p>variables independientes :</p>	<p>VALOR DE MERCADO NETO (mvat): Éste se calcula como la diferencia entre el Valor de Mercado de las acciones de la compañía menos su Valor en Libros</p> <p>DEUDA (deu t ): Se calcula como</p>			

<p>Bolsa de Valores de Lima mediante las variables dependientes: el valor de mercado de la empresa y las cotizaciones de las acciones, estas no son explicadas significativamente por sus variables explicativas: comportamiento de la deuda, el pago de dividendos y la evolución de la inversión, por lo tanto las mencionadas teorías no son representativas para una muestra de empresas</p>		<p>variables dependientes: el valor de mercado de la empresa y las cotizaciones de las acciones, estas no son explicadas significativamente por sus variables independientes: comportamiento de la deuda, el pago de dividendos y la evolución de la inversión".</p> <p>Dos ecuaciones se contrastarán:</p> <p>(1)  <math display="block">m_{vat} = -deu_t + divi_t + inv_t + ut</math></p> <p>(2)  <math display="block">cotizact = -deu_t + divi_t + inv_t + ut</math></p>	<p>deu = deuda</p> <p>div = dividendos</p> <p>inv= inversiones</p> <p>u = error</p> <p>(2) Para el modelo de López Lubian, la variable dependiente es: cotización de las acciones =cotizac; las variables independientes son las mismas del modelo anterior</p>	<p>el monto trimestral de la deuda de corto y largo plazo</p> <p>DIVIDENDOS (div t):</p> <p>Se calcula a partir del pago de dividendo a los accionistas de la empresa.</p> <p>INVERSION (inv t):</p> <p>Se calcula a través del activo fijo neto de cada trimestre</p> <p>COTIZACIÓN DE LAS ACCIONES (Cotizac t):</p> <p>Valor de la cotización de las acciones trimestral</p>			
--	--	--	---	--	--	--	--

<p>peruanas?.</p> <p>2) ¿ No será que, en la evaluación del uso de la teoría de la estructura financiera de capital en la gestión financiera de las empresas industriales y mineras enlistadas en la Bolsa de Valores de Lima mediante la variable dependiente: evolución de la deuda total , esta no es explicada</p>	<p>2) Demostrar que no es representativo el uso de la teoría de jerarquización financiera de la estructura de capital en la gestión financiera de las empresas industriales y mineras enlistadas en la Bolsa de Valores de Lima y que el orden de jerarquización de las fuentes de financiación en las empresas no coincide con el que establece la teoría.</p>	<p><b>H. Especifica 2.</b></p> <p>“No es representativo el uso de la teoría de la estructura financiera de capital en la gestión financiera de las empresas industriales y mineras enlistadas en la Bolsa de Valores de Lima mediante la variable dependiente: evolución de la deuda total , por cuanto esta no es explicada significativamente por sus variables explicativas :</p>	<p><b>Para el Modelo de Fernández y Rojas Conde</b></p> <p>La Variable dependiente es: DT = deuda total</p> <p>Variables independientes:</p> <p>DIV = dividendos INV= Inversión Neta W = Capital de trabajo FFDII = Flujo de Fondos</p>	<p>DT = monto trimestral de la suma de los pasivos de corto y largo plazo y del patrimonio total de cada empresa.</p> <p>DIV = pago trimestral de dividendos a los accionistas e inversionistas INV= el activo fijo neto de cada trimestre. W = variación</p>			
--	---	--	---	---	--	--	--

<p>significativamente por sus variables explicativas : nivel de la deuda, el pago de dividendos, las necesidades de inversión , la utilización del capital de trabajo , los faltantes del flujo de fondos y a una mayor necesidad de deuda corriente, por lo tanto la mencionada teoría no es representativa para una muestra de empresas peruanas?</p>		<p>nivel de la deuda, el pago de dividendos, las necesidades de inversión , la utilización del capital de trabajo , los faltantes del flujo de fondos y a una mayor necesidad de deuda corriente”.</p> <p><math>DT_t = DIV_t + INV_t + \Delta(W_t) + TDC_t - FFDII_t</math></p>	<p>TDCT=PASIVO S CORRIENTES</p> <p>Nota : el Modelo 3 no incluye la variable pasivos corrientes, el Modelo 4 si incluye dicha variable .</p>	<p>porcentual del Capital de trabajo FFDII = monto trimestral del flujo de fondos después de intereses e impuestos</p> <p>TDCT= la diferencia entre el pasivo total y el pasivo de largo plazo.</p>			
---	--	---	--	---	--	--	--