

UNIVERSIDAD ESAN



**Impacto de la gestión del capital de trabajo y nivel de rentabilidad en
relación con el grado de cumplimiento de gobierno corporativo en las
empresas cementeras que cotizan en la bolsa de valores de Lima durante los
años 2014 - 2021**

**Trabajo de investigación presentada en satisfacción parcial de los
requerimientos para**

obtener el grado de Magister en Finanzas por:

Andia Falconi Lorena Leslie

.....

Gomero Cacha Claudia Maria

.....

Reyes Reyes Bryan Alexander

.....

Ybarhuen Tellez Leu Kitaigorodki

.....

Programa de la Maestría en Finanzas

Lima, 20 de setiembre de 2023

Entrega Final Tesis ESAN Final Final

INFORME DE ORIGINALIDAD

4%

INDICE DE SIMILITUD

7%

FUENTES DE INTERNET

0%

PUBLICACIONES

5%

TRABAJOS DEL
ESTUDIANTE

FUENTES PRIMARIAS

1

Submitted to Universidad ESAN -- Escuela de
Administración de Negocios para Graduados

Trabajo del estudiante

4%

Excluir citas

Activo

Excluir coincidencias < 2%

Excluir bibliografía

Activo

Este trabajo de investigación

Impacto de la gestión del capital de trabajo y nivel de rentabilidad en relación con el grado de cumplimiento de gobierno corporativo en las empresas cementeras que cotizan en la bolsa de valores de Lima durante los años 2014 – 2021

ha sido aprobada.



.....
Alfredo Mendiola Cabrera, PhD (Jurado)



.....
Jorge Guillen Uyen, PhD (Jurado)



.....
César Fuentes Cruz, PhD (Asesor)

Universidad Esan

2023

Dedicatorias

A mis padres por haberme forjado como la persona que soy en la actualidad; muchos de mis logros se los debo a ustedes entre los que se incluye este. Me formaron con reglas y con algunas libertades, pero al final de cuentas, me motivaron constantemente para alcanzar todo lo que me proponga. Gracias papá y mamá.

Bryan Alexander Reyes Reyes

“A mis papás, Vilma y Rodolfo, por haberme apoyado en este nuevo reto. Gracias por siempre haber creído y confiado en mí; he comprendido el significado de todo esfuerzo, tiene recompensa.”

Lorena Leslie Andia Falconi

A mis padres y mi hermana, por acompañarme en cada paso que doy en la búsqueda de ser mejor persona y profesional. Ellos son los que con su cariño y apoyo incondicional me han impulsado día a día a perseguir mis metas y nunca abandonarlas frente a las adversidades. Con mucho cariño, también quiero dedicar esto a mi sobrino, a quien aprecio profundamente. Espero que este logro pueda servirle de inspiración, demostrándole que, con esfuerzo y determinación, todo es alcanzable.

Leu Kitaigorodki Ybarhuen Tellez

"A mis queridos padres, quienes con su apoyo incondicional me brindaron la libertad de seguir mi pasión profesional y me guiaron con amor para forjar mi carácter. Gracias por inspirarme a alcanzar mis metas y por hacerme una mujer valiente en la búsqueda de mis sueños en cada aspecto de la vida. A mi compañero de vida, por ser mi mayor apoyo y

compañía constante en este camino profesional; su inquebrantable respaldo me ha llevado a este logro, gracias por nunca bajar la guardia."

Claudia Maria Gomero Ccacha

ÍNDICE GENERAL

ÍNDICE GENERAL	v
ÍNDICE DE FIGURAS.....	viii
LISTA DE TABLAS	x
RESUMEN EJECUTIVO	xv
CAPÍTULO I. INTRODUCCIÓN.....	1
1.1. Antecedentes	1
1.2. Objetivos	2
1.2.1. Objetivo General	2
1.2.2. Objetivos Específicos	2
1.3. Alcance y limitaciones.....	3
1.4. Contribución	4
CAPÍTULO II. MARCO TEÓRICO	6
2.1. Gobierno Corporativo	6
2.2. Regulación	6
2.2.1. <i>Principios según la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE)</i>	6
2.2.2. <i>Principios según la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV)</i>	10
2.3. Industria cementera.....	11
2.4. Gestión del capital de trabajo.....	13
2.4.1. <i>Componentes de la gestión de capital de trabajo</i>	13
2.4.2. <i>Gestión de capital de trabajo en empresas públicas</i>	15
2.4.3. <i>Gestión de capital de trabajo en industrias cementeras</i>	16

2.5. Indicadores de rentabilidad	17
2.5.1. <i>Teoría</i>	17
2.5.2. <i>Rentabilidad en industrias cementeras</i>	18
2.6. Capital de trabajo y rentabilidad	18
2.6.1. <i>Revisión literaria</i>	18
2.7. Gobierno corporativo en empresas cementeras	21
CAPÍTULO III. METODOLOGÍA DE INVESTIGACIÓN.....	24
3.1. Diseño de la Investigación	24
3.2. Población y muestra	24
3.3. Definición y tipos de variables	25
3.4. Recolección de datos	28
3.5. Técnicas de Procesamiento y análisis de la Información	28
3.5.1. <i>Regresión lineal</i>	28
3.5.2. <i>Datos de panel</i>	29
3.5.3. <i>Efectos fijos y efectos aleatorios</i>	30
3.5.4. <i>Prueba de Breusch y Pagan</i>	31
3.5.5. <i>Prueba de Hausman</i>	31
3.5.6. <i>Hipótesis</i>	32
CAPÍTULO IV. ANÁLISIS DE RESULTADOS	34
4.1. Resultados estadísticos descriptivos	34
4.1.1. <i>Utilidad neta y ventas</i>	34
4.1.1.1. <i>Utilidad neta</i>	34
4.1.1.2. <i>Ventas</i>	34
4.1.2. <i>Activo y patrimonio</i>	37
4.1.2.1. <i>Activo total</i>	37
4.1.2.2. <i>Patrimonio</i>	37
4.1.3. <i>Capital de trabajo y sus componentes</i>	39
4.1.3.1. <i>Caja o efectivo</i>	39

4.1.3.2. Cuentas por cobrar.....	40
4.1.3.3. Inventarios	40
4.1.3.4. Cuentas por pagar	41
4.1.3.5. Capital de trabajo.....	42
4.1.4. Indicadores de rentabilidad.....	44
4.1.4.1. Rendimiento respecto a activos (ROA).....	44
4.1.4.2. Rendimiento respecto a patrimonio (ROE)	45
4.1.5. Buen gobierno corporativo.....	47
4.2. Resultados del análisis econométrico	49
4.2.1. Contraste de hipótesis.....	54
4.2.1.1. Contraste de hipótesis 1.....	55
4.2.1.2. Contraste de hipótesis 2	57
4.2.1.3. Contraste de hipótesis 3.....	59
4.2.2. Resultados.....	62
CAPÍTULO V. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES.....	63
5.1. Conclusiones.....	63
5.2. Recomendaciones	66
ANEXOS.....	68
BIBLIOGRAFÍA.....	86

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 2.1. Producción y despacho de cemento mensual (en miles de toneladas)	11
Figura 2.2. Producción de cemento de asociadas (en miles de toneladas).....	11
Figura 2.3. Producción de clínker asociados (miles de toneladas)	12
Figura 2.4. Despacho de cemento en el Perú (miles de toneladas).....	12
Figura 3.1. Prueba de Hausman	31
Figura 4.1. Utilidad Neta y Ventas de Cementos Pacasmayo (miles de soles)	35
Figura 4.2. Utilidad Neta y Ventas de UNACEM (miles de soles)	36
Figura 4.3. Utilidad Neta y Ventas de Yura (miles de soles)	36
Figura 4.4. Activos y Patrimonio de Cementos Pacasmayo (miles de soles)	38
Figura 4.5. Activos y Patrimonio de UNACEM (miles de soles).....	38
Figura 4.6. Activos y Patrimonio de Yura (miles de soles)	38
Figura 4.7. Capital de trabajo y sus componentes de Cementos Pacasmayo (miles de soles)	43
Figura 4.8. Capital de trabajo y sus componentes de UNACEM (miles de soles)	43
Figura 4.9. Capital de trabajo y sus componentes de Yura (miles de soles).....	43
Figura 4.10. ROA y ROE de Cementos Pacasmayo (%)	45
Figura 4.11. ROA y ROE de UNACEM (%).....	46
Figura 4.12. ROA y ROE de Yura (%).....	46
Figura 4.13. Cumplimiento de BGC de Cementos Pacasmayo (puntos)	48
Figura 4.14. Cumplimiento de BGC de UNACEM (puntos).....	48
Figura 4.15. Cumplimiento de BGC de Yura (puntos).....	48
Figura 4.16. Heterogeneidad del ROA en las empresas cementeras que cotizan en la BVL en el periodo 2014 a 2021	51

Figura 4.17. Heterogeneidad del ROE en las empresas cementeras que cotizan en la BVL en el periodo 2014 a 202152

Figura 4.18. Heterogeneidad del capital de trabajo en las empresas cementeras que cotizan en la BVL en el periodo 2014 a 202153

Figura 4.19. Heterogeneidad del grado de cumplimiento de gobierno corporativo en las empresas cementeras que cotizan en la BVL en el periodo 2014 a 202154

LISTA DE TABLAS

Tabla 2.1. Pilares y principios del buen Gobierno Corporativo en el Perú según las SMV	10
Tabla 3.1. Puntajes máximos por pilar de BGC en Perú	25
Tabla 3.2. Clasificación y escala de medición de variables.....	26
Tabla 3.3. Matriz de consistencia.....	27
Tabla 4.1. Resultados del Rho de Spearman.....	50
Tabla 4.2. Resultados del modelo pooled para la variable rentabilidad (ROA y ROE)	55
Tabla 4.3. Resultados de los modelos efectos fijos y efectos aleatorios para la variable rentabilidad (ROA y ROE)	56
Tabla 4.4. Resultados de pruebas de Breusch y Pagan y Hausman para la variable rentabilidad (ROA y ROE)	57
Tabla 4.5. Resultados del modelo pooled para la variable capital de trabajo	57
Tabla 4.6. Resultados de los modelos efectos fijos y efectos aleatorios para la variable capital de trabajo	58
Tabla 4.7. Resultados de pruebas de Breusch y Pagan y Hausman para la variable capital de trabajo.....	58
Tabla 4.8. Resultados del modelo pooled para la variable rentabilidad (ROA y ROE) y capital de trabajo	59
Tabla 4.9. Resultados de los modelos efectos fijos y efectos aleatorios para la variable rentabilidad (ROA y ROE)	60
Tabla 4.10. Resultados de pruebas de Breusch y Pagan y Hausman para la variable rentabilidad (ROA y ROE) y capital de trabajo	61
Tabla 4.11. Resultados obtenidos para rentabilidad y capital de trabajo.....	62

Lorena Leslie Andia Falconi

Contadora Pública de la Universidad de San Martín de Porres, especializada en auditoría y con experiencia en empresas de servicios financieros. Actualmente, egresada de la Maestría Especializada en Finanzas por la Universidad ESAN. Conocimiento en inglés y manejo de MS Office y Power BI.

FORMACIÓN

2021 – 2023 Universidad ESAN

Maestría en Finanzas (2021-2023)

2013 – 2017 Universidad de San Martín de Porres

Título en Contabilidad y Finanzas

EXPERIENCIA

Oct 2018 – Actualidad	Assurance Top Senior – PricewaterhouseCoopers <ul style="list-style-type: none">• Atención a los pedidos y coordinación en el desarrollo de la revisión de PCAOB del grupo Credicorp.• Ejecución y entrega de reportes de auditoría (informes de auditoría y de control interno; así como entregables a remitir al exterior), bajo norma local SBS y NIIF, aplicable para estados financieros individuales y consolidados.• Ejecución de pruebas sustantivas relacionadas a cuentas significativas y/o asuntos relevantes (valorización de inversiones y derivados, razonabilidad del riesgo crediticio de la banca mayorista).• Liderazgo, supervisión y entrenamiento de asistentes y practicantes de auditoría.
Sep 2017 – Sep 2018	Asistente de Auditoría Financiera – Deloitte & Touche <ul style="list-style-type: none">• Identificación de los riesgos asociados al giro del negocio.• Evaluación de efectividad de los controles en la empresa.• Supervisión de toma de inventarios y elaboración del informe.
Nov 2016 – Ago 2017	Asistente de Auditoría Financiera – Auditores Noles Monteblanco & Asociados <ul style="list-style-type: none">• Revisión y análisis de los controles de las empresas.• Redacción del informe respecto a los puntos de control observados basado en el riesgo del negocio.

Bryan Alexander Reyes Reyes

Economista titulado por la Universidad de Piura. Egresado de la Maestría en Finanzas por la ESAN. Profesional con sólidos conocimientos financieros y alta capacidad de análisis, con más de 4 años de experiencia en planeamiento financiero de mediano y largo plazo, evaluación financiera de proyectos, análisis y proyección de indicadores de desempeño.

FORMACIÓN

2021 – 2023 Universidad ESAN

Maestría en Finanzas (2021-2023)

2014 - 2018 Universidad de Piura

Título en Economía

EXPERIENCIA

Oct 2021 – Actualidad	Analista Financiero – TECSUR <ul style="list-style-type: none">• Desarrollé el primer Modelo de Planificación Financiera consolidado para la gestión de la liquidez y el capital de trabajo de mediano y largo plazo de las 3 empresas del grupo.• Monitoreo y controló periódicamente la ejecución presupuestal de la totalidad de los centros de responsabilidad, además de encabezar las reuniones mensuales de análisis de variaciones.
Jul 2020 – Sep 2021	Analista Financiero – Gewalt Perú <ul style="list-style-type: none">• Integré el modelo financiero de la empresa con su presupuesto, mejorando la gestión de la liquidez.• Desarrollé un sistema integrado para el 100% de las solicitudes de gasto de las unidades de negocio.
Oct 2017 – Jun 2020	Analista Financiero y de Presupuesto – Business Consulting <ul style="list-style-type: none">• Evalué y realicé el seguimiento financiero de la totalidad de los proyectos ejecutados por la empresa.• Lideré la elaboración del presupuesto anual, semestral y pronósticos de cierre de la compañía.

Leu Kitaigorodki Ybarhuen Tellez

Economista de la Universidad del Callao. Egresado en la Maestría en Finanzas por la Universidad ESAN. Con experiencia laboral en temas de formulación y evaluación de proyectos, finanzas, tributación, elaboración y seguimiento de indicadores mercado y de gestión y planeamiento estratégico.

FORMACIÓN

2021 – 2023 Universidad Pompeu Fabra-Barcelona

Maestría en Gerencia Financiera y Bancaria (2021-2023)

2007 - 2011 Universidad Nacional del Callao

Título en Economía

EXPERIENCIA

Feb 2016 – Actualidad	Analista Financiero – Tactial IT SAC <ul style="list-style-type: none">• Elaboración de análisis financiero y estados de resultados mensuales y anuales, así como el análisis de desviación, presupuesto y otros• Recibir y atender todas las nuevas Oportunidades de Negocio, previo envío de la gerencia comercial del formato de solicitud, para proyecto que necesiten la elaboración de estudios y consultorías.
Abr 2015 – Ene 2016	Analista de Investigación – Ministerio del Trabajo <ul style="list-style-type: none">• Elaboración y actualización del sector laboral en la proyección de indicadores de empleo, según los niveles socioeconómicos.• Diseño, ejecución, tabulación y análisis de encuestas que buscaba identificar la variación del empleo mensual.
Ene 2014 – Mar 2015	Economista formulador de Proyectos – KTL Group SAC <ul style="list-style-type: none">• Formulación para la elaboración de Perfiles de Inversión Pública• Búsqueda de financiamiento de proyectos mediante el FONIE, FONIPREL, Obras por impuestos, FESC y otros.

Claudia Maria Gomero Ccacha

Maestría en Finanzas por la universidad ESAN, Segunda Especialidad de Ingeniería Financiera - UNSA, titulada en Contabilidad y Finanzas, con 11 años de experiencia en empresas del rubro comercial y siderúrgico.

FORMACIÓN

2021 – 2023 Universidad ESAN

Maestría en Finanzas (2021-2023)

2007 - 2011 Universidad Nacional José Faustino Sánchez Carrión

Título en Contabilidad y Finanzas

EXPERIENCIA

Dic 2017 – Actualidad	Gerente de Finanzas – Fiorella Representaciones SAC <ul style="list-style-type: none">• Elaboración de planes a corto y medio plazo para garantizar la liquidez en todas las actividades de la empresa.• Definición de KPI's económicos de la actividad empresarial y seguimiento de su cumplimiento y consecución.• Planificación financiera anual de la empresa atendiendo criterios como inversiones y proyectos• Estudio de nuevas propuestas de inversiones de acuerdo a rentabilidad y viabilidad económica.
Nov 2022 – Actualidad	Asesor Contable y Financiero – Enkanta Clinicas Dentales SAC <ul style="list-style-type: none">• Elaboración de expedientes para auditorías e inspecciones ante la administración tributaria.• Cierre anual de la contabilidad, realización y presentación de libros oficiales y cuentas anuales.
Mar 2021 – Actualidad	Software development Asesoría – A&C Facture Soft SAC <ul style="list-style-type: none">• Evaluación en el desarrollo de ERP's contables, detección de errores y desarrollo de soluciones para su optimización.• Creación y desarrollo de programas o de sistemas contables, mantenimiento de los existentes y actualización.

RESUMEN EJECUTIVO

En el presente trabajo, tiene como objetivo principal determinar la relación entre el grado de cumplimiento de gobierno corporativo, gestión del capital de trabajo y nivel de rentabilidad en las empresas cementeras que cotizan en la bolsa de valores de Lima durante los años 2014 – 2021 (7 años), los mismo que como parte de la regulación de la Superintendencia de Mercado de Valores en el Perú, se encuentran obligados a presentar de manera anual el cuestionario respecto al cumplimiento del código de gobierno corporativo, en conjunto con su memoria anual. Hoy en día, surge el cuestionamiento de la introducción de gobierno corporativo en las entidades, la cual se enfoca en buscar algún tipo de beneficio en la gestión de esta, hipótesis que buscamos comprobar en la presente investigación, considerando que aún existen una cierta cantidad de empresas que no opta por esta alternativa en diferentes sectores.

La principal implicancia de gobierno corporativo en las entidades del sector cementero permite guiarlas en sus principales directrices estratégicas, reforzar la confianza de los inversores, acreedores y clientes, lo cual trae como efecto mejorar la eficiencia económica y sostenibilidad; además de visibilidad y reconocimiento en el mercado internacional, obteniendo inversiones y/o financiamiento de potencias mundiales, lo cual trae capital e incrementa el PBI del país.

Para identificar y analizar la relación significativa entre los indicadores que forman el capital de trabajo, rentabilidad y el cumplimiento con los principios de gobierno corporativo, se ha tomado el resultado de los cuestionarios y los estados financieros auditados de las principales empresas cementeras que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima.

Las técnicas de procesamiento y análisis de datos del estudio se basan en la regresión lineal de datos de panel, analizando los efectos fijos y aleatorios a partir de la prueba de Hausman.

Según lo indica como parte de nuestro objetivo general, el cual consiste en determinar el impacto de la gestión del capital de trabajo y nivel de rentabilidad respecto al grado de cumplimiento de Gobierno Corporativo en las empresas cementeras, las hipótesis planteadas son las siguientes sustentados en diferentes estudios realizador por otros autores:

Para la primera hipótesis, sobre la relación positiva y significativa entre la rentabilidad y buen gobierno corporativo, basado en la revisión literaria, el resultado obtenido fue contrario, esto basado en el quiebre en la rentabilidad causada por la crisis sanitaria del Covid-19, generando un desbalance en sus resultados. Para ello, el reto del Gobierno Corporativo corresponde en implementar medidas de flexibilidad e innovación.

Para la segunda hipótesis, sobre la relación positiva y significativa entre capital de trabajo y buen gobierno corporativo, basado en la revisión literaria, el resultado obtenido fue el mismo,

Por último, para la tercera hipótesis, sobre la relación positiva y significativa entre rentabilidad y capital de trabajo, el resultado obtenido fue contrario. Sin embargo, para este caso, logramos identificar estudios con relación negativa y no significativa.

Finalmente, al analizar los resultados, pudimos observar el impacto de las variables independientes sobre las variables dependientes, y que los mismos pueden variar considerando diferentes contextos, y concluyendo que cada uno de los indicadores descritos en la investigación pueden demostrar una relevancia de diferente magnitud. Esto no descarta nuestra hipótesis inicial, ya que nuestro objetivo se centra en analizar el “grado de impacto” por cada una de las variables, siendo positiva, neutral o negativa.

Es por ello, se recomienda que las entidades encargadas de la supervisión y regulación del cumplimiento de los principios de gobierno corporativo, demuestre un rol mas comprometido con la sociedad, además de solo exigirlo como parte de sus funcionalidades, promover lineamientos mínimos de cumplimiento.

El trabajo de investigación se desarrolla de la siguiente manera: en la primera parte detallamos la parte introductoria del trabajo de investigación, detallando los objetivos, hipótesis y justificación de este. En la segunda parte, se realiza el desglose del marco teórico, incluyendo los conceptos generales de las variables. En la tercera parte, se detalla la metodología de la investigación. En la cuarta parte, se presentan los resultados y el análisis de estos. Finalmente, en la quinta parte encontramos las conclusiones y recomendaciones.

CAPÍTULO I. INTRODUCCIÓN

En este capítulo se presentan los antecedentes, objetivos, alcances y limitaciones y contribución del presente trabajo. Además, se indica la importancia del gobierno corporativo en la creación de valor de las empresas.

1.1. Antecedentes

Generar rentabilidad en una empresa está relacionado directamente en tener competitividad en el mercado, generar valor y sostenerlo en el tiempo, sin embargo, para lograr ello es necesario identificar y tener buenas prácticas que lleven a realizar los objetivos. Lefort (2003) señala que en países en desarrollo es necesario que la normatividad y la aplicación de leyes permitan la transición hacia corporaciones con una visión más globalizada, siendo necesario la aplicación de gobiernos corporativos.

Deloitte (s.f.) señalan que el gobierno corporativo es una serie de normas, principios y procedimientos que norman el desempeño de los órganos de gobierno en una empresa y establece la relación entre las distintas partes interesadas, lo cual tiene como finalidad generar valor. Además, Deloitte (s.f.) señala que el cumplimiento de dicha normativa es importante para el funcionamiento del mercado, dado que asegura estabilidad y credibilidad.

Hidalgo (2020) indica que el gobierno corporativo es el conjunto de principios que permiten regular el funcionamiento de los distintos órganos de gobierno de una empresa, los cuales son: accionistas, directorio y alta administración. En ese sentido, Hidalgo (2020) resalta la importancia de su cumplimiento, más allá de ser solo implementar sus directrices, influye en la gestión de riesgos y es una herramienta para el crecimiento de una empresa.

Van Horne y Wachowicz (2010) señalan la importancia del manejo del capital de trabajo, dado que es una medida en la que una empresa se protege de no contar con liquidez. Ya sea capital de trabajo neto o bruto, ambas son necesarias para que una empresa para que las empresas puedan operar sin complicaciones.

Con respecto a evidencia encontrada para Perú, de acuerdo con López y Patilongo (2022), la aplicación de las políticas de gobierno corporativo permite una mejor penetración el mercado, así como contar con mayores clientes y mejorar la rentabilidad. Cornejo et al

(2019) encontraron que algunas variables del gobierno corporativo como tamaño del consejo administrativo, consejeros independientes, entre otras tienen una relación significativa con la rentabilidad de una empresa.

Por el lado de evidencia internacional, Chavarín (2019) encuentra para el caso mexicano que algunas prácticas del gobierno corporativo tienen relevancia en el rendimiento económico, tales como auditoría y control interno. Antony et al (2022) encontraron evidencia en la industria minera de Indonesia de que la rentabilidad y el gobierno corporativo tienen efectos parciales en el valor de mercado de una empresa.

1.2. Objetivos

1.2.1. Objetivo General

Determinar el impacto de la gestión del capital de trabajo y nivel de rentabilidad en relación con el grado de cumplimiento de Gobierno Corporativo en las empresas cementeras que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima durante los años 2014 – 2021.

1.2.2. Objetivos Específicos

- Desarrollar un marco conceptual a partir de la revisión de estudio empíricos que explique la aplicación del gobierno corporativo en empresas cementeras en el Perú que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima (BVL)
- Identificar la relación del cumplimiento de Gobierno Corporativo, la rentabilidad y gestión del capital de trabajo de las empresas cementeras en el Perú que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima (BVL)
- Identificar la relación y la significancia estadística de la rentabilidad y el nivel de cumplimiento del buen gobierno corporativo del sector cementero en el Perú
- Identificar la relación y la significancia estadística del capital de trabajo y el nivel de cumplimiento del buen gobierno corporativo de las empresas cementeras que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima (BVL).

1.3. Alcance y limitaciones

La presente investigación se enfoca en analizar y determinar el impacto de la gestión del capital de trabajo y el nivel de rentabilidad respecto al cumplimiento de BGC en las empresas cementeras que cotizan en la BVL durante el periodo 2014 – 2021.

El periodo de estudio elegido se debe principalmente a que en el año 2014 cambió el formato del reporte denominado “Código de Gobierno Corporativo” al “Reporte sobre el cumplimiento del código de BGC para las sociedades peruanas” de acuerdo con la resolución SMV N° 012-2014-SMV/01. Por otro lado, se extiende por siete años hasta el año 2021 porque en el año 2020 tuvo lugar la pandemia Covid-19; por lo que considerar información sólo hasta este periodo podría sesgar el análisis.

Es importante mencionar que en la BVL al año 2021 figuran tres empresas relacionadas al sector cementero, las cuales cumplen con reportar Estados Financieros Auditados, Memoria Anual y el “Cuestionario sobre el Cumplimiento del Código de BGC para las sociedades peruanas”. Estas empresas son: Cementos Pacasmayo S.A.A., Unión Andina de Cementos S.A.A. (Unacem) y Yura S.A, las cuales además han presentado información de manera constante durante el periodo analizado.

La Asociación de Productos de Cemento (ASOCEM), en conjunto con el Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI) recopilan de manera mensual, la producción y despacho de cemento dentro del sector de construcción en el país; en el cual precisan que las tres empresas mencionadas representan alrededor del 90% de la producción nacional de este insumo.

En cuanto a las limitaciones de la investigación se encuentra que no es posible acceder a información pública del mercado de cementos completo. Esto porque empresas como: Cementos Inka, Cementos Selva y la internacional CEMEX no publican sus Estados Financieros; lo que habría que tomar en cuenta en futuras investigaciones en caso se incorporaran.

Por otro lado, otra de las limitaciones más de los investigadores que de la investigación es el periodo con el que se cuenta para desarrollar el análisis propuesto.

1.4. Contribución

El presente estudio contribuirá al desarrollo de temas que se encuentran en auge como el de gobierno corporativo. En ese sentido se puede analizar la contribución desde los siguientes puntos:

- **Académico:** el gobierno corporativo en la industria cementera de países emergentes ha sido estudiada en países como Arabia Saudi (Fallatah & Dickins, 2012), Pakistán (Jamal & Mahmood, 2018) y Nigeria (Masu et al., 2022); sin embargo, la influencia del capital de trabajo en temas de gobernanza ha sido escasamente investigada. Kayani et al. (2018) que, en la actualidad, la gestión eficiente no se limita a rentabilidad positiva, sino a gestión adecuada del ciclo operativo y el cumplimiento del GC que afecta directamente la sostenibilidad de la empresa. En ese sentido la investigación es un aporte para el mundo académico local y global.
- **Investigación:** aunque la industria de cemento ha sido estudiada a nivel de pregrado y posgrado de diferentes casas de estudio, en el repositorio de ESAN se encuentran más que nada planes de negocio que evalúan la viabilidad financiera (Absi et al., 2017) y técnica de alguna de sus áreas como la de recursos humanos (Alva et al., 2019) y logística (Bueno et al., 2020). A nivel de investigación estadística no se ha encontrado un estudio como el propuesto, que tome en cuenta aspectos de liquidez, rentabilidad y de gobierno corporativo.
- **Empresarial:** de acuerdo con el INEI (2021), el 7.68% del Producto Bruto Interno (PBI) es generado por el sector construcción en el que el cemento es uno de los productos más importantes de la cartera. Posterior a la pandemia, una de las preocupaciones de ejecutivos y directores es gestionar de la mejor forma a las empresas; en ese sentido el presente estudio tiene resultados cuantitativos objetivos que relacionan dos aspectos que preocupan a los funcionarios: la liquidez, rentabilidad y el cumplimiento del BGC.
- **Social:** el sector construcción es una de las actividades económicas que más empleos directos e indirectos (por encima de un millón al año), y siendo uno de los sectores que mejor se recuperó posterior a la pandemia (Ninahuanca, 2021). Es así como un

estudio de esta naturaleza contribuye por su efecto dinamizador y multiplicador del empleo y el consumo que generan las empresas analizadas.

CAPÍTULO II. MARCO TEÓRICO

En este capítulo se presentan las definiciones y teorías que respaldan la presente investigación, y con las que más adelante se realizará la discusión de los resultados obtenidos. El capítulo incluye la revisión de literatura de Gobierno Corporativo, así como de los indicadores que se estudiarán en el modelo econométrico.

2.1. Gobierno Corporativo

De acuerdo a la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE) (2016) el Gobierno Corporativo tiene como finalidad crear confianza, transparencia y el poder rendir cuentas, lo cual impacta en el largo plazo al incrementar la estabilidad financiera. En ese sentido, la OCDE es el encargado de crear el marco de referencia para los Gobiernos Corporativos.

Según CAF (2010), el gobierno corporativo es una serie de prácticas, que permiten gobernar las relaciones entre los administradores y demás actores que invierten en una empresa, lo cual busca garantizar la utilización de dichos recursos. Además, contar con la implementación de dichas prácticas, le permite a las empresas poder acceder al mercado de capitales (CAF, 2010).

De acuerdo a Flores y Rozas (s.f.) el buen Gobierno Corporativo es importante porque es un medio para contar con mejores mercados, así como ayudar a las empresas a generar mayor valor para los accionistas, preservar el valor de las inversiones y contar con información más transparente.

2.2. Regulación

El marco regulatorio del Gobierno Corporativo se basa en los principios desarrollados por la OCDE, y en caso peruano en los principios señalados por la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV).

2.2.1. Principios según la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE)

De acuerdo a la OCDE (2016) los principios contribuyen a monitorear y mejorar los marcos legislativos e institucionales del gobierno corporativo con el objetivo de alcanzar la

eficiencia, estabilidad y sostenibilidad económica y financiera. Estos principios se publicaron por primera vez en el año 1999, habiéndose revisado en el año 2015. A continuación, se indican los seis principios:

- ***“Principio 1. Consolidación de la base para un marco eficaz de gobierno corporativo. El marco de gobierno corporativo promoverá la transparencia y la equidad de los mercados, así como la asignación eficiente de los recursos. Será coherente con el Estado de Derecho y respaldará una supervisión y una ejecución eficaces”***

El Gobierno Corporativo eficaz requiere de un marco institucional robusto en el que se desarrollen relaciones contractuales confiables. Es así como, se desarrolla teniendo en cuenta los impactos en los resultados económicos globales, de los mercados y sus agentes. Asimismo, las prácticas deben ser consistentes con el Estado de Derecho y gozar de transparencia para los agentes. Por otro lado, se deberá presentar un reparto de responsabilidades entre las autoridades que contribuyan a los intereses de las partes.

En este sentido, la regulación, supervisión y la cooperación (bilateral, transfronteriza y multilateral) es fundamental para la eficacia del GC.

- ***“Principio 2. Derechos y tratamiento equitativo de los accionistas y funciones de propiedad clave. El marco del gobierno corporativo protegerá y facilitará el ejercicio de los derechos de los accionistas y garantizará el trato equitativo a todos ellos, incluidos los minoritarios y los extranjeros. Todos tendrán la posibilidad de que se reparen de forma eficaz las violaciones de sus derechos.”***

Los accionistas tienen el derecho de registrar, transferir y ceder las acciones que se encuentren en su propiedad. Asimismo, podrán participar de las juntas de accionistas y de la elección de los directores. Todo cambio fundamental en la sociedad empresarial debe ser informado a los accionistas.

Cada vez que los accionistas participen en las juntas deberán ser informados sobre las normas que rigen las votaciones, con el objetivo de facilitar un trato equitativo. Durante las reuniones se podrán realizar preguntas e intervenir en temas relacionados a las retribuciones de la empresa como del Directorio. Cabe señalar que, para efecto de las

votaciones, estas pueden ser presenciales o de manera remota, eliminando cualquier tipo de obstáculo transfronterizo.

Con respecto a los accionistas minoritarios se evitará cualquier tipo de abuso, brindándoles condiciones para su protección. Esto principalmente cuando se presenten situaciones de fusiones y adquisiciones.

- ***“Principio 3. Inversores institucionales, mercados de valores y otros intermediarios. El marco del gobierno corporativo debe proporcionar incentivos sólidos a lo largo de toda la cadena de inversión y facilitar que los mercados de valores funcionen de forma que contribuya al buen gobierno corporativo.”***

Los fiduciarios están obligados a presentar sus políticas de GC, más aún en lo que se refiere a votaciones de las inversiones que resguardan. En ese sentido las votaciones siempre deben darse pensando en el mayor beneficio de los representados, minimizando los conflictos de intereses que puedan presentarse.

El marco del GC debe exigir a partes como: asesores, analistas, gerentes, agencias de clasificación revelar y minimizar los conflictos de interés; estando siempre obligados a mostrar integridad en sus análisis. Es así como se encuentra prohibido el uso de información privilegiada y la manipulación de los mercados.

- ***“Principio 4. El papel de los actores interesados en el ámbito del gobierno corporativo. El marco de gobierno corporativo reconocerá los derechos de los actores interesados que disponga el ordenamiento jurídico o se estipulen de mutuo acuerdo y fomentará la cooperación activa entre éstos y las sociedades con vistas a la creación de riqueza y empleo, y a la sostenibilidad de empresas sólidas desde el punto de vista financiero.”***

Debe estar garantizada el libre flujo económico de los financistas que pueden ser accionistas y acreedores. Los derechos de estos dos grupos deben respetarse y estar respaldados por el ordenamiento jurídico. De este modo ante cualquier vulnerabilidad se podrá solicitar compensaciones.

Este principio respalda la participación de los trabajadores, lo que incluye el reporte de actividades ilegales y/o no éticas que perjudiquen a cualquier grupo de interés.

- ***“Principio 5. Divulgación de información y transparencia. El marco del gobierno corporativo garantizará la comunicación oportuna y precisa de todas las cuestiones relevantes relativas a la empresa, incluida la situación financiera, los resultados, la propiedad y sus órganos de gobierno”***

Existe información obligatoria y voluntaria que las empresas que cotizan deben reportar con una periodicidad definida por el marco normativo. Es frecuente que la información mínima solicitada es: resultados financieros, objetivos e información no financiera, información de los accionistas según su tamaño y derecho a voto, remuneraciones del directorio, información de los directores, transacciones con empresas vinculadas, identificación de riesgos, temas relacionados con trabajadores, y los códigos y políticas de buen gobierno corporativo.

Cabe señalar que la información que se compartirá debe tener la máxima calidad de acuerdo con las normas internacionales de contabilidad; así como encontrarse visada por auditores independientes externos.

- ***“Principio 6. Las responsabilidades del consejo de administración. El marco para el gobierno corporativo debe garantizar la orientación estratégica de la empresa, el control efectivo de la dirección por parte del Consejo y la rendición de cuentas ante la empresa y los accionistas.”***

Los directores y miembros del consejo están obligados a ser diligentes y actuar en beneficio de la empresa y sus accionistas. En ese sentido no puede discriminarlos por grupo, es decir debe darles un trato equitativo.

Las principales funciones del consejo son: conducir la estrategia de la empresa, controlar la eficacia de las prácticas de GC, monitorear a los gerentes y ejecutivos clave, garantizar la presentación de informes contables y financieros, supervisar la canalización de información y comunicación entre las partes interesadas.

2.2.2. Principios según la Superintendencia de Mercado de Valores (SMV)

De acuerdo a la SMV (2013) el código del buen Gobierno Corporativo en el Perú son los 31 principios enmarcados en 5 pilares, los cuales son los siguientes:

Tabla 2.1. Pilares y principios del buen Gobierno Corporativo en el Perú según las SMV

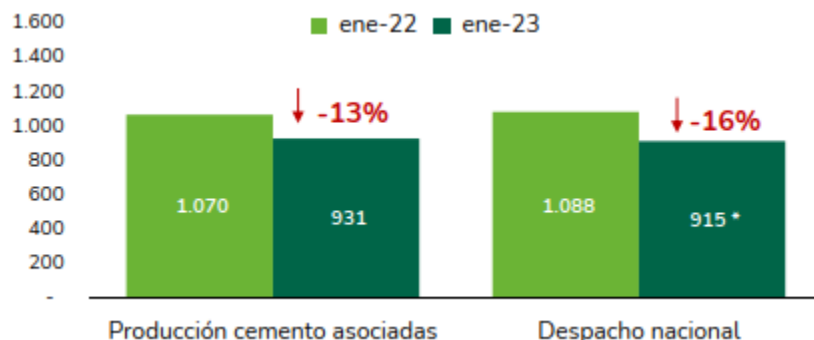
Pilar I - Derechos de los accionistas:	Principio 1: Paridad de trato Principio 2: Participación de los accionistas Principio 3: No dilución en la participación en el capital social Principio 4: Información y comunicación a los accionistas Principio 5: Participación en dividendos de la sociedad Principio 6: Cambio o toma de control Principio 7: Arbitraje para solución de controversias
Pilar II - Junta General de Accionistas	Principio 8: Función y competencia Principio 9: Reglamento de Junta General de Accionistas Principio 10: Mecanismos de convocatoria Principio 11: Propuestas de puntos de agenda Principio 12: Procedimientos para el ejercicio del voto Principio 13: Delegación de voto Principio 14: Seguimiento de acuerdos de Junta General de Accionistas
Pilar III - El Directorio y Alta Gerencia	Principio 15: Conformación del Directorio Principio 16: Funciones del Directorio Principio 17: Deberes y derechos de los miembros del Directorio Principio 18: Reglamento de Directorio Principio 19: Directores independientes Principio 20: Operatividad del Directorio Principio 21: Comités especiales Principio 22: Código de Ética y conflictos de interés Principio 23: Operaciones con partes vinculadas Principio 24: Funciones de la Alta Gerencia
Pilar IV - Riesgos y cumplimiento	Principio 25: Entorno del sistema de gestión de riesgos Principio 26: Auditoría interna Principio 27: Auditores externos
Pilar V - Transparencia de la Información	Principio 28: Política de información Principio 29: Estados financieros y memoria anual Principio 30: Información sobre estructura accionaria y acuerdos entre los accionistas Principio 31: Informe de gobierno corporativo

Fuente: SMV (2013)

2.3. Industria cementera

ASOCEM (2023) señala que la producción de cemento en el primer mes del presente año se redujo en más del 10%, habiéndose reducido el despacho local por encima del 15% como se observa en la Figura 2.1.

Figura 2.1. Producción y despacho de cemento mensual (en miles de toneladas)



Fuente: ASOCEM (2023)

Cabe señalar que, la ASOCEM reporta mensualmente la producción de cemento de sus asociadas que son las tres empresas que además cotizan en bolsa y reportan sus informes de BGC. El informe a enero de 2023 indica una producción de las tres empresas menor en 13% a la del año pasado (ver Figura 2.2).

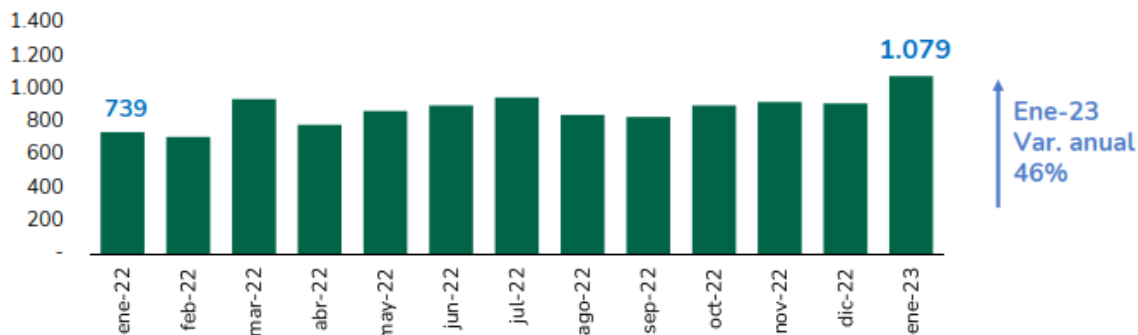
Figura 2.2. Producción de cemento de asociadas (en miles de toneladas)



Fuente: ASOCEM (2023)

Aparte del cemento, las empresas asociadas producen clínker cuya producción se ha incrementado por encima del 45% (ver Figura 2.3).

Figura 2.3. Producción de clínker asociados (miles de toneladas)



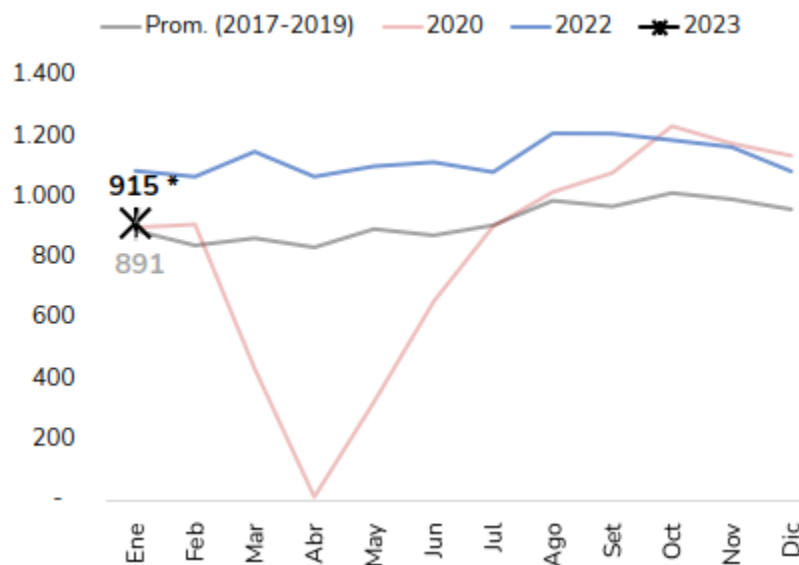
Fuente: ASOCEM (2023)

Las exportaciones de cemento se han reducido en 13% en la producción mensual pasando de 18 mil a 15 mil toneladas en enero de un año a otro. A diferencia de su producción, las exportaciones de clínker también se redujeron en casi 50% pasando de 71 mil a 36 mil toneladas en enero de un año a otro.

Por otro lado, las importaciones se redujeron de 49 miles de toneladas en enero de 2022 a 5 miles de toneladas en enero del presente año, lo que representa una reducción de aproximadamente el 90%. El origen de estos productos es principalmente Chile y Vietnam.

En la Figura 2.4 se observa que los despachos promedios mensuales del periodo 2017-2019 se encuentra por debajo de las del año 2022. Los despachos del año 2020 sufren una notable caída durante los meses de aislamiento social como efecto de la pandemia entre los meses de marzo a junio; sin embargo, se presenta una recuperación en el segundo semestre de ese año. Como se mencionó anteriormente, los despachos de empresas asociadas y no asociadas en el mes de enero de 2023 no alcanzaron las del año pasado debido a una menor demanda y a los bloqueos de vías de comunicación en varios puntos del país.

Figura 2.4. Despacho de cemento en el Perú (miles de toneladas)



Fuente: ASOCEM (2023)

2.4. Gestión del capital de trabajo

2.4.1. Componentes de la gestión de capital de trabajo

La gestión del capital de trabajo se ocupa principalmente de la gestión de los activos circulantes y pasivos corrientes de una empresa. La literatura de finanzas corporativas se ha centrado principalmente en decisiones financieras que son de naturaleza a largo plazo; lo que comprende principalmente: valorización de empresas, decisiones de inversión, políticas de dividendos y estructura de capital (Amponsah-Kwatiah & Asiamah, 2021).

Los activos y pasivos circulantes son aquellos cuya vida útil se espera determinar dentro de un ejercicio económico/contable, mereciendo un análisis cuidadoso (Aminu, 2015). Actualmente la dura competencia en la mayoría de industrias no centra la atención de los gerentes financieros en la inversión de activos fijos, sino también en la gestión eficiente del capital de trabajo con miras a que se convierta en una ventaja competitiva.

Aminu (2015) indica que el capital de trabajo puede representarse a partir de la administración del Ciclo de Conversión de Efectivo el cual resulta de sumar el periodo promedio de cobros y el periodo de conversión de inventarios, y de restarle el periodo

promedio de pago a proveedores. A continuación, se explica brevemente cada uno de los componentes.

Administración de cuentas por cobrar

Al-Mahmoud y Nobanee (2020) indican que el período promedio de cobro es el período de tiempo en el que se espera que las cuentas por cobrar se recuperen de los deudores. Las cuentas por cobrar de una empresa representan el crédito total impago que la empresa ha otorgado a sus clientes. Las cuentas por cobrar pueden incluir crédito comercial (otorgado a otro negocio) o crédito al consumo (otorgado a un consumidor) o ambos.

La empresa proporciona crédito comercial y de consumo porque al hacerlo aumenta las ventas y porque a menudo es una necesidad competitiva igualar los términos crediticios que ofrecen los competidores. Sin embargo, la desventaja de otorgar dicho crédito es que, es costoso evaluar las solicitudes de crédito (Yon & Lee, 2021).

Las empresas que no son diligentes en la gestión de sus operaciones de crédito pueden sufrir grandes pérdidas por deudas incobrables, especialmente durante una recesión, cuando los clientes pueden tener problemas para pagar sus facturas (Moles, et al, 2011).

Administración de inventarios

De acuerdo con Aminu (2015), el período de conversión de inventarios se utiliza como proxy para su gestión. Es uno de los componentes parciales del ciclo de conversión de efectivo y por extensión, de la gestión del capital de trabajo. Los inventarios incluyen materias primas e insumos, productos en proceso y productos terminados.

Estas categorías constituyen una parte esencial de prácticamente todas las operaciones comerciales. Las materias primas son materiales y componentes que son insumos para hacer el producto final. El trabajo en proceso se refiere a los bienes en las etapas intermedias de producción, mientras que los productos terminados son productos finales que están listos para la venta (Moles, et al, 2011). Una gestión eficiente del inventario asegura un capital de trabajo estable, que en última instancia aumenta la rentabilidad.

Las empresas deben esforzarse por mantener un nivel óptimo de inventarios (Muchaendepi, 2019). Dos aspectos relacionados con la eficiencia de los inventarios son: el

tamaño del pedido y los costos del mismo. Para ello suele emplearse el modelo de cantidad económica de pedido (EOQ) que se denota de la siguiente manera:

$$\text{EOQ (unidades): } \sqrt{\frac{2 \times A \times S}{i \times C}}$$

Donde:

A: Demanda anual en unidades

S: Costo promedio del pedido

I: Porcentaje del costo de mantenimiento

C: Costo unitario

Cabe señalar que un aspecto fundamental la gestión de inventarios es la valoración de existencias que incluye métodos como: PEPS, UEPS y promedio ponderado (Aminu, 2015).

Administración de cuentas por pagar

El período promedio de pago promedio se usa como un proxy para las cuentas por pagar, que es un componente de la gestión del capital de trabajo. Las cuentas por pagar surgen del hecho de realizar compras a crédito y registrar la deuda como una cuenta por pagar. Es una fuente de financiación espontánea, ya que surge de las transacciones comerciales ordinarias (Pirttilä et al., 2019).

El crédito comercial puede ser costoso o gratuito. El crédito comercial suele utilizarse como una herramienta de marketing para facilitar el proceso de venta y para competir en el mercado (Aminu, 2015).

Flexibilizar favorablemente las condiciones de un crédito, como por ejemplo alargar los periodos de crédito o aumentar un descuento por pago en efectivo, es equivalente a un recorte de precios, lo que permite a la empresa compradora evadir las restricciones de precios (Moles et al., 2011).

2.4.2. Gestión de capital de trabajo en empresas públicas

Coleman et al. (2020) examinan el efecto del gobierno corporativo en las políticas de capital de trabajo de más de 100 empresas no financieras que cotizan en bolsas de valores de

dos países africanos, Nigeria y Ghana, en el periodo 2012-2016. Para ello utilizan un panel de datos cuya información se obtuvo de informes que son presentados con frecuencia anual. Cabe señalar que, se eliminaron las empresas que presentaron datos incompletos obteniéndose aproximadamente 500 observaciones.

El análisis econométrico se realizó a partir de dos escenarios, uno en el que se implementan políticas agresivas y otro conservador; siendo los resultados mixtos. La implementación agresiva exige un mecanismo de control estricto para garantizar una menor inversión en activos circulantes. Por lo tanto, existe mayor influencia del gobierno corporativo en la gestión del capital de trabajo en empresas con políticas agresivas que aquellas que tienen políticas conservadoras.

2.4.3. Gestión de capital de trabajo en industrias cementeras

Kr. Ghosh y Gopal (2004) investigan la eficiencia del capital de trabajo de las empresas cementeras indias en el periodo 1992-2002. En lugar de analizar ratios de gestión del capital circulante utiliza los siguientes índices: el rendimiento medio de los componentes del activo circulante, el grado de uso del activo circulante total en relación con las ventas y la eficiencia en la gestión del capital circulante. Los resultados señalan que la industria del cemento de India no se desempeñó bien durante el periodo analizado. Pese a que varias de las empresas mejoraron en el tiempo se identifica la necesidad de que estas firmas adopten políticas sólidas de administración del capital de trabajo.

En el estudio de Panigrahi (2017) se analiza la eficiencia de la gestión del capital de trabajo y sus componentes. Para el estudio, se selecciona una muestra de 30 empresas cementeras que cotizan en la Bolsa de Valores de Bombay (BSE), ubicadas en diferentes regiones de la India en el periodo 2006 - 2015. Los resultados indican que existe una relación negativa entre la rentabilidad y el periodo promedio de pagos e inventario, pero una relación positiva entre la rentabilidad y periodo promedio de cobranza. Los hallazgos además permiten inferir que el acortamiento del ciclo de conversión de efectivo afecta negativamente la rentabilidad de la empresa.

Aondana y Alematu (2014) examinan el impacto de la gestión del capital de trabajo en la rentabilidad de la industria cementera de Nigeria para por un período de ocho años (2002-2009). Los datos de cuatro de las cinco empresas cementeras que cotizan en la Bolsa de

Valores de Nigeria (NSE) señalan una relación negativa no significativa entre la rentabilidad (medida por ROA) y el periodo de cobranza. También indica una relación negativa significativa entre la rentabilidad y el número de días de inventario. Los resultados señalan una relación positiva significativa entre la rentabilidad y el ciclo de conversión de efectivo (CCE). Se recomienda que los gerentes administren su capital de trabajo de manera más eficiente al reducir los días de inventario y el CCE.

Por su parte Parveen et al. (2014) utilizan una muestra de dos empresas de cemento que cotizan en la Bolsa de Valores de Karachi (KSE) durante el período de tiempo (2001-2011) con el objetivo de comprobar una relación estadística la rentabilidad, el Ciclo de Conversión de Efectivo (CCE) y los componentes (días promedio de inventario, días promedio de cobranza y días promedio de pago). Los resultados señalan que existe una relación inversa significativa entre el ROA y el CCE; por lo que se recomienda que los gerentes manejen mejor el CCE, controlando mejor los días de cobranza e inventarios.

Bibi et al. (2019) analizan los efectos de la gestión de los componentes del capital de trabajo sobre el desempeño de la industria de cemento y cerámica de Pakistán. Para asegurar la solidez del estudio, se utilizaron dos medidas de desempeño: la medida de Tobin a partir de información del mercado y otra a partir de información contable. Los resultados señalan que el período de cobranza y el ciclo de conversión de efectivo presentan una relación inversa con el desempeño con nivel de significancia al 5%. Por otro lado, el período de pagos presenta una relación positiva con el valor de la empresa con un nivel de significancia al 5%. Los resultados sugieren que se deben reducir los días de cobranza e inventario para mejorar los ingresos de las empresas; por lo que se sugiere la negociación entre los gerentes y los clientes.

2.5. Indicadores de rentabilidad

2.5.1. Teoría

De acuerdo con Sánchez (2002) es el indicador para conocer los resultados obtenidos por la movilización de medios, materiales, humanos y financieros. Adicionalmente, Sánchez (2002) indica que la rentabilidad se obtiene en un periodo de tiempo para medir el rendimiento de los capitales usados. La fórmula usada para calcular la rentabilidad económica es la siguiente (Sánchez, 2002):

Rentabilidad económica = Resultado antes de intereses e impuestos / Activo total

Otros indicadores utilizados son el retorno sobre las ventas (ROS), retorno sobre activos (ROA) y retorno sobre patrimonio (ROE) (Goldmann, 2017, como se citó en Aguirre et al, 2020). Según Ross et al (2012) el ROA y ROE se miden de la siguiente manera:

$$\text{ROA} = \text{Utilidad neta} / \text{Activos totales}$$

$$\text{ROE} = \text{Utilidad neta} / \text{Capital total}$$

Adicionalmente, Ross et al (2012) indica que otra medida de rentabilidad es el margen de utilidad, el cual tiene la siguiente fórmula:

$$\text{Margen de utilidad} = \text{Utilidad neta} / \text{Ventas}$$

2.5.2. Rentabilidad en industrias cementeras

Castaño et al (2016) estudiaron la evolución de la industria manufacturera e indicadores de rentabilidad de empresas del sector cementero en Antioquía, Colombia para el periodo 2008 al 2013. Para el análisis utilizaron instrumentos como el sistema DuPont, de lo cual encontraron que en el periodo 2008 al 2009 y 2011 al 2013 existe una relación directa entre el ROE, ROI y Producto Bruto Interno (PBI) del sector manufacturero, no obstante, para el periodo 2010 la relación es indirecta (Castaño et al, 2016).

Bhayani y Ajmera (2022) estudiaron el efecto de la productividad en la rentabilidad de empresas cementeras en India. Para ello utilizaron panel de datos para hacer el análisis durante el periodo 2015 al 2016 y del 2019 al 2020, encontrando que el ratio de productividad de materiales y el ratio de productividad total tiene un impacto positivo pero no significativo en el ROE, pero el ratio de rentabilidad neto tiene un impacto positivo y significativo con el ratio de productividad de materiales (Bhayani y Ajmera, 2022).

2.6. Capital de trabajo y rentabilidad

2.6.1. Revisión de literatura

Mahmood et al. (2019) evalúan los efectos moderadores del tamaño de las empresas y el apalancamiento en la relación entre el financiamiento del capital de trabajo y la

rentabilidad de las empresas chinas durante el período 2000-2017. Al aplicar la técnica del método generalizado de momentos (GMM) en datos de panel, identifican que el tamaño de la empresa y el apalancamiento tienen papeles moderadores significativos en la relación financiamiento del CT-rentabilidad. Asimismo, identifican que las empresas pequeñas o con bajo apalancamiento tienen una relación financiamiento del CT-rentabilidad en forma de “U” invertida. Sin embargo, esta misma relación tiene forma de “U” normal para empresas grandes o con alto apalancamiento. Los resultados revelan que el punto de equilibrio para todos los subgrupos (empresas pequeñas, grandes, de bajo y alto apalancamiento) disminuye en comparación con el punto de equilibrio de la muestra completa. Este estudio muestra cómo el punto de equilibrio de la relación financiamiento del CT -rentabilidad cambia cuando una empresa se expande o cambia su nivel de apalancamiento.

Anton y Afloarei (2020) investigan la relación entre el capital de trabajo y la rentabilidad corporativa para una muestra de 719 empresas polacas que cotizan en bolsa durante el período 2007-2016. La escasez de evidencia empírica para las economías emergentes y la importancia de la eficiencia del capital de trabajo motivaron su estudio. El diseño adopta un enfoque cuantitativo utilizando diferentes técnicas de datos de panel (mínimos cuadrados ordinarios, efectos fijos y modelos de errores estándar con corrección de panel). Los resultados empíricos muestran una relación en forma de “U invertida” entre el nivel de capital de trabajo y la rentabilidad de la empresa, lo que significa que el capital de trabajo tiene un efecto positivo en la rentabilidad de las empresas polacas hasta un punto de equilibrio (nivel óptimo). Después del punto de equilibrio, el capital de trabajo comienza a afectar negativamente la rentabilidad de la empresa. Su estudio aporta tanto aspectos teóricos como prácticos. Por otro lado, amplía y complementa la literatura al identificar nueva evidencia sobre la interrelación no lineal entre la gestión del capital de trabajo y el desempeño corporativo en Polonia.

Afrifa y Padachi, (2016), los autores realizan un estudio de la a relación entre el nivel del capital de trabajo y la rentabilidad. La muestra fue de 160 empresas pequeñas y medianas empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Londres, el rango de estudio de la investigación fue del 2005 al 2010. El estudio concluye que existe una relación cóncava entre el capital de trabajo y la rentabilidad, a su vez se identifica que un adecuado nivel de capital

de trabajo aumenta la rentabilidad de la empresa. Y que una buena gestión del capital de trabajo medido por un buen uso del ciclo de conversión de efectivo (CCC) permite establecer el nivel adecuado que se necesita para obtener una mayor rentabilidad.

Abdul y Mohamed (2017), realizan un estudio de la gestión del capital circulante y su efecto sobre la liquidez y la rentabilidad de la empresa. La muestra es de 94 empresas paquistaníes que cotizan en la Bolsa de Valores de Karachi, en el periodo 1999 - 2004, se analiza el efecto de diferentes variables de la gestión del capital de trabajo; período de recolección promedio, período de pago promedio, rotación de inventario en días, ciclo de conversión de efectivo e índice actual sobre la rentabilidad operativa neta. El Ratio de endeudamiento, tamaño de la empresa, y activos financieros se han utilizado como variables de control. La metodología utilizada es el análisis de correlación y regresión de Pearson. Los resultados indican que existe una fuerte relación negativa entre las variables de gestión del capital de trabajo y la rentabilidad de la empresa. Adicional a ello se evidencia una relación positiva entre la rentabilidad y el tamaño de la empresa.

Agüero et al. (2021), realiza un estudio de la relación que existe entre el capital de trabajo y la rentabilidad de las empresas que cotizan en BVL analizadas en periodos trimestrales. Se toma una muestra de 129 empresas de cinco sectores diferentes utilizando análisis estadísticos mediante modelos paramétricos y no paramétricos. Sus resultados muestran la relación directa que existe entre el capital de trabajo y la rentabilidad de las empresas que cotizan en BVL analizadas, determinando que conocer y definir correctamente los componentes del capital de trabajo ayudan a tomar decisiones eficientes y oportunas con el objetivo de generar mayor valor a la empresa.

Le (2019) analiza los efectos de la gestión del capital de trabajo sobre la valoración, la rentabilidad y el riesgo de las empresas. Para ello emplea un conjunto de datos de panel de 497 empresas en el período 2007 a 2016, incluyendo regresiones de efectos fijos de empresas y años. Los resultados señalan una relación significativa negativa entre el capital de trabajo neto y la valoración, la rentabilidad y el riesgo de la empresa. Asimismo, los resultados sugieren que, al gestionar el capital de trabajo, los directores y gerentes de las empresas deben buscar un equilibrio entre sus objetivos de rentabilidad y control de riesgos. La gestión del capital de trabajo es de particular importancia en empresas con menor acceso al capital; por

ello es importante monitorearla cuando las empresas están ampliando sus inversiones durante períodos de recuperación económica. El aporte del estudio se encuentra a nivel de identificación de literatura, el estudio de un nivel óptimo de CT en un mercado emergente, y su impacto en la valoración de la empresa tanto a valor de mercado como a valor contable.

Boisjoly et al. (2020) examinan el impacto longitudinal de 1990 a 2017 de los programas de mejora continua y las prácticas agresivas de capital de trabajo en la rotación de cuentas por cobrar, rotación de inventario, días pendientes de pago y ciclo de conversión de efectivo. Sus resultados evidencian cambios estadísticamente significativos en las medias y en el sesgo de estas variables consistentes con una gestión financiera más estricta y un menor riesgo en el crédito comercial. Los resultados son más significativos en la industria del transporte y comunicaciones; y más débiles en los servicios financieros. Las medidas están asociadas con los impactos en la valoración de las acciones y con una mayor rentabilidad reflejada en el rendimiento del capital invertido.

Sharma y Kumar (2010) analizaron el efecto del capital de trabajo en la rentabilidad en empresas de la India. Para ello analizaron 263 empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Bombay (BSE), en los años 2000 a 2008, utilizando una regresión múltiple (Sharma y Kumar, 2010). Los resultados encontrados indican una correlación positiva entre el capital de trabajo y la rentabilidad, no obstante, también hallaron que el número de días de inventario y el número de días de las cuentas por pagar se correlacionan negativamente con la rentabilidad (Sharma y Kumar, 2010).

Wasiuzzaman (2015) analizó una muestra de 160 empresas manufactureras de Malasia, para lo cual aplicó un modelo de mínimo cuadrados ordinarios. Los resultados obtenidos por Wasiuzzaman (2015) señalan un impacto negativo y no significativo del capital de trabajo en la rentabilidad, el cual podría estar explicado por la dificultad de probar dicha relación, así como la influencia de las políticas económicas y la cultura en el país.

2.7. Gobierno corporativo en empresas cementeras

Ali et al. (2019) analizan la relación entre el gobierno corporativo y el costo de capital del accionista de empresas cementeras que cotizan en la bolsa de valores de Pakistán en el periodo de 2012 a 2017. Los resultados de la regresión sugieren que la propiedad en bloque

e interna, el tamaño de la junta, la permanencia del director ejecutivo y el tamaño de la empresa se relacionan negativamente con el costo de capital; mientras que los directores no ejecutivos, directores ejecutivos no independientes, directoras, dualidad y apalancamiento tienen un impacto positivo en el costo de capital. Otro hallazgo importante es que más tiempo tiene el CEO menor será el costo de capital.

Por su parte, el estudio de Bajaher (2021) explora el impacto del gobierno corporativo en el desempeño financiero de las empresas cementeras que cotizan en la bolsa de valores de Arabia Saudita durante el período 2012-2016. Los resultados indican que la propiedad gerencial tiene un efecto positivo significativo en el desempeño financiero. Además, se encuentra que la independencia de la junta no está relacionada con el desempeño financiero; lo que contradice la teoría de la agencia de que la presencia de directores independientes mejora el desempeño de la empresa. Por otro lado, el tamaño y el número de reuniones del directorio muestran una relación no significativa con el desempeño financiero.

Attaf y Bensbahou (2022) identificaron que la auditoría interna, como mecanismo de gobierno corporativo, mejora los procesos de las empresas cementeras de Yemén. Para ello se distribuyó un cuestionario, que tuvo una tasa de respuesta de 88%, con el que se recolectó la data. El estudio sugirió dar mayor importancia a la auditoría interna por parte de la alta dirección; asimismo, dotar al auditor interno de mayor independencia y autoridad para que pueda desempeñar sus funciones con imparcialidad y objetividad. Por ello, las funciones del auditor interno y del contador deben estar separadas.

Ullah y Afgan (2016) indican que el gobierno corporativo reduce el riesgo y crea una buena voluntad por parte de las firmas, no obstante implementar un gobierno corporativo no asegura buenos resultados financieros. Para ello, Ullah y Afgan (2016) analizan el impacto del gobierno corporativo en las finanzas de empresas del sector cementero que cotizan en el mercado bursátil de Pakistán en el periodo 2005 al 2014. Los resultados indican que el gobierno corporativo impacta positivamente en las finanzas de las empresas, no obstante, impacta negativamente en el riesgo de solvencia.

Ullah (2018) examina la influencia del gobierno corporativo en el capital, rendimiento financiero y riesgo de 20 empresas cementeras que cotizan en el mercado de valores de Karachi (KSE) para el periodo 2005 al 2014. Los resultados obtenidos señalan una relación

positiva en el capital y el rendimiento financiero, y una relación negativa con el riesgo de solvencia. Otro resultado interesante obtenido por Ullah (2018) es que el capital tiene un impacto mediador entre el gobierno corporativo y el rendimiento financiero.

Khan et al (2022) estudiaron el impacto del gobierno corporativo en la política de dividendos en las empresas cementeras que cotizan en el mercado bursátil de Pakistán. El estudio busca encontrar la relación entre las empresas que más se preocupan por cumplir con las buenas prácticas del gobierno corporativo y el ratio de pago de dividendos a sus inversionistas. El análisis fue realizado para 18 empresas en el periodo 2009 a 2019. Los resultados encontrados por Khan et al (2022) indican que el directorio, la auditoría al directorio, la constitución de la auditoría al directorio y la posición dual del CEO impactan positivamente en el ratio de pago de dividendos.

CAPÍTULO III. METODOLOGÍA DE INVESTIGACIÓN

En este capítulo se presenta el diseño de la investigación, la población y la muestra. Asimismo, se definen las variables, el modelo de regresión y las pruebas estadísticas. Finalmente se presentan las hipótesis que serán comprobadas a partir de la data de la investigación.

3.1. Diseño de la Investigación

El diseño de investigación aplicado es el exploratorio, dado que lo que busca el análisis es conocer si la aplicación del gobierno corporativo mejora la rentabilidad y la gestión de capital de trabajo de las empresas cementeras. Asimismo, se van utilizar fuentes secundarias de información para contar con los datos económicos y financieros, los cuales se consiguen de los estados financieros de las 3 empresas cementeras que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima presentadas por dichas empresas a la SMV, así como información sobre el cumplimiento del GC, el cual se consigue del Reporte sobre el Cumplimiento del Código de BGC para las sociedades peruanas.

El periodo de muestreo considerado es del 2014 al 2021 y la información será de corte anual. Dicha información será de las 3 empresas cementeras: Cementos Pacasmayo S.A.A., Unión Andina de Cementos S.A.A. - Unacem y Yura S.A.

3.2. Población y muestra

De acuerdo con información de la SMV existen actualmente tres (03) empresas cementeras en el Perú que cotizan en la BVL. Para el presente trabajo se considera el periodo del 2014 al 2021. Las empresas por considerar son:

- Unión Andina de Cementos S.A.A. (UNACEM).
- Cementos Pacasmayo S.A.A.
- Yura S.A.

3.3. Definición y tipos de variables

La presente investigación se desarrolla a partir de variables dependientes e independientes, plasmadas en dos ecuaciones. Adicionalmente, se considera una variable de control, la cual es el total de activos. De acuerdo a Hünermund y Louw (2020), las variables de control permiten identificar los efectos causales en una regresión, pero no tienen interpretación. Asimismo, explicar los resultados obtenidos de las variables de control pueden tener poco significado y, por lo tanto, pueden ser omitidos dentro de la investigación (Hünermund y Louw, 2020).

Las variables dependientes son: la rentabilidad y el capital de trabajo. La rentabilidad se mide a partir del rendimiento respecto a los activos (ROA) y el rendimiento respecto al patrimonio (ROE). El ROA se calcula de dividir la Utilidad Neta entre los Activos; mientras que el ROE se calcula dividiendo la Utilidad Neta entre el Patrimonio.

Por otro lado, el capital de trabajo se calcula de la diferencia de la sumatoria de componentes presentes en el activo circulante (caja y bancos, cuentas por cobrar, e inventarios) y el pasivo corriente (cuentas por pagar comerciales).

La variable independiente se representa a partir del cumplimiento de BGC que se obtiene del puntaje anual de cada empresa reportado a la SMV. Cada pilar es evaluado a partir de una serie de preguntas que se pueden responder de manera dicotómica: “sí cumple” o “no cumple”, otorgando puntaje de 1 en el primer caso y de 0 en el segundo. En la Tabla 3.1 se presentan los números de preguntas, que a su vez representan el máximo puntaje que se puede obtener por pilar y en total.

Tabla 3.1. Puntajes máximos por pilar de BGC en Perú

	N° de preguntas
Pilar I - Derechos de los accionistas	14
Pilar II - Junta General de Accionistas	15
Pilar III- Directorio y Alta Gerencia	40
Pilar IV- Riesgo y cumplimiento	13
Pilar V - Transparencia de la información	6
TOTAL	88

Fuente: SMV (s.f.a).

Elaboración: Autores de esta tesis.

Con respecto a las variables de control, siguiendo a Cornejo et al (2019) y Awadh y Abdul (2015), se consideró a la variable tamaño de la empresa (activos totales).

En la Tabla 3.2 se presenta la clasificación y escala de medición de las variables en la presente investigación. Por otro lado, en la Tabla 3.3 se presenta la matriz de consistencia del estudio.

Tabla 3.2. Clasificación y escala de medición de variables

Variable	Tipo de variable	Escala de medición
Variable dependiente		
1. Rentabilidad		
ROA	Cuantitativa	Razón (%)
ROE		
2. Capital de trabajo		
Caja y bancos	Cuantitativa	Soles
Cuentas por cobrar		
Inventarios		
Variable independiente		
1. Cumplimiento de BGC	Cualitativa	Puntaje
Variable de control		
1. Activos totales	Cuantitativa	Soles

Fuente y elaboración: Autores de esta tesis.

Tabla 3.3. Matriz de consistencia

Problema	Objetivos	Marco teórico	Hipótesis	Variables	Metodología
Determinar el impacto de la gestión del capital de trabajo y nivel de rentabilidad en relación con el grado de cumplimiento de Gobierno Corporativo en las empresas cementeras que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima durante los años 2014 – 2021.	Desarrollar un marco conceptual a partir de la revisión de estudio empíricos que explique la aplicación del gobierno corporativo en empresas cementeras en el Perú que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima (BVL)	Gobierno corporativo en industria cementera	H1: Existe una relación positiva y significativa entre la rentabilidad y el nivel de cumplimiento del buen gobierno corporativo en empresas cementeras que se encuentran en la BVL.	X: Cumplimiento de los pilares de BGC	Revisión de literatura
	Identificar la relación del cumplimiento de Gobierno Corporativo, la rentabilidad y gestión del capital de trabajo de las empresas cementeras en el Perú que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima (BVL)	Gobierno corporativo, gestión de capital de trabajo, rentabilidad. Regresión lineal, datos de panel, efectos fijos y aleatorios.	H2: Existe una relación positiva y significativa entre el capital de trabajo y el nivel de cumplimiento del buen gobierno corporativo en empresas cementeras que se encuentran en la BVL.	Y: Rentabilidad y Capital de Trabajo	Estadística descriptiva e inferencial
	Identificar las variables influyentes en la gestión de capital del sector cementero en el Perú		H3: Existe una relación positiva y significativa entre el capital de trabajo y la rentabilidad en empresas cementeras que se encuentran en la BVL.		
	Identificar la significancia e influencia de los cinco pilares de Gobierno Corporativo propuestos por la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) en la rentabilidad de las empresas cementeras que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima (BVL).				

Fuente y elaboración: Autores de esta tesis.

3.4. Recolección de datos

Se utilizó la información de corte anual para las tres empresas cementeras para el periodo 2014 al 2021, con un total de 24 observaciones. La información sobre la rentabilidad se extrajo de los Estados Financieros Auditados, los cuales son publicados de manera anual en el portal de la SMV (link: https://www.smv.gob.pe/SIMV/Frm_InformacionFinanciera?data=A70181B60967D74090DCD93C4920AA1D769614EC12).

Por otro lado, con respecto a la información sobre el cumplimiento del GC, se empleó el “Reporte sobre el cumplimiento del Código de BGC para las sociedades peruanas” publicada por la SMV de manera anual (link: https://www.smv.gob.pe/SIMV/Frm_Memorias?data=520FE826006982B0E5EA28C44836DFD5D328C975B7).

3.5. Técnicas de Procesamiento y análisis de la Información

Las técnicas de procesamiento y análisis de la presente investigación se basan en la regresión lineal de datos de panel. Por ello se analizarán los efectos fijos y aleatorios a partir de la prueba de Hausman.

3.5.1. Regresión lineal

Su et al. (2012) señalan que la regresión lineal es una de las aplicaciones estadísticas más populares debido a su forma lineal y a que sus parámetros son fácilmente interpretables. Además, la regresión lineal es la base de muchas herramientas de modelado modernas. No obstante, cuando el tamaño de la muestra es pequeño se le puede considerar débil, la regresión lineal suele proporcionar una aproximación satisfactoria para la función subyacente.

La especificación del modelo viene dada por la siguiente ecuación:

$$y = \alpha + X\beta + \varepsilon \text{ con } \varepsilon \sim N(0, \sigma^2 I)$$

Donde:

y: es la variable dependiente

α : es el intercepto de la recta que no depende de las variables independientes

X : es el conjunto de variables independientes

β : es el conjunto de coeficientes que acompañan a las variables X

ε : es el error aleatorio cuya distribución debe cumplir la condición de normalidad

El modelo debe cumplir las siguientes cuatro condiciones estadísticas: i) Linealidad, ii) Independencia de los errores aleatorios uno de los otros, iii) Homocedasticidad que quiere decir que los errores tienen la misma varianza, y iv) Normalidad de los errores.

Rath et al. (2020) indican que una vez comprobadas estas condiciones se pueden estimar los estimadores a y b de los parámetros α y β , respectivamente, a partir del método de Mínimos Cuadrados Ordinarios (MCO) que minimiza la suma de cuadrados de los residuos que es la distancia entre las respuestas observadas en la muestra y las respuestas del modelo.

Los valores de las pendientes (β), el intercepto (α) y las respectivas varianzas se emplean para construir la ecuación que se utilizará para predecir las concentraciones de la muestra, con una incertidumbre asociada. A pesar de las conocidas limitaciones del R^2 , este estadístico mide la proporción de la variación total sobre la media de las medidas explicada por la regresión.

En el presente estudio se cuenta con dos modelos:

$$\text{Rentabilidad (ROA o ROE)} = \alpha + X (\text{Cumplimiento de BGC}) + \varepsilon$$

$$\text{Capital de trabajo} = \alpha + X (\text{Cumplimiento de BGC}) + \varepsilon$$

3.5.2. Datos de panel

Hsiao (2007) y Hsiao (1985) indican que un conjunto de datos de panel es aquel que sigue la misma muestra de individuos a lo largo del tiempo y, por lo tanto, proporciona múltiples observaciones sobre cada individuo en la muestra.

Los datos de panel permiten a los economistas analizar a profundidad, temas que no podrían haberse analizado con el mismo rigor usando únicamente series de tiempo o datos de corte transversal. En ese sentido, al igual que los datos de corte transversal, los datos de

panel describen a cada uno de varios individuos. Asimismo, al igual que los datos de series de tiempo, describen los cambios a lo largo del tiempo.

Las ventajas de usar datos de panel incluyen:

- Inferencia más precisa de los parámetros del modelo. Los datos de panel generalmente contienen más grados de libertad y más variabilidad de muestra que los datos de corte transversal que pueden verse como un panel con $T = 1$, o los datos de series de tiempo que son un panel con $N = 1$, lo que mejora la eficiencia de las estimaciones econométricas.
- Mayor capacidad para capturar la complejidad de las problemáticas sociales y empresariales. Asimismo, permite controlar mejor el impacto de variables omitidas y descubrir relaciones dinámicas entre las variables
- Genera predicciones más precisas para resultados individuales agrupando los datos en lugar de generar predicciones de resultados individuales utilizando los datos del individuo evaluado
- Simplifica la inferencia estadística y el uso de programas informáticos.

3.5.3. *Efectos fijos y efectos aleatorios*

Los efectos fijos asumen que los errores se pueden descomponer en 2 partes, una fija para cada individuo y una aleatoria que cumple con los supuestos de MCO (Montero, 2011). El modelo a estimar bajo efectos fijos es el siguiente:

$$y_{it} = \alpha_i + \beta X_{it} + u_{it}$$

Dado que $\alpha_i = \alpha + v_i$ entonces la ecuación es la siguiente:

$$y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + v_i + u_{it}$$

Por otro lado, en efectos aleatorios v_i es aleatorio para cada individuo, con un valor medio v_i y una varianza $\text{Var}(v_i)$ diferente de 0, quedando la ecuación a estimar la siguiente (Montero, 2011):

$$y_{it} = \alpha + \beta X_{it} + v_i + u_{it}$$

donde v_i es aleatoria. Montero (2011) indica que este modelo es más eficiente dado que la varianza obtenida es menor, pero con menor consistencia a comparación del modelo de efectos fijos.

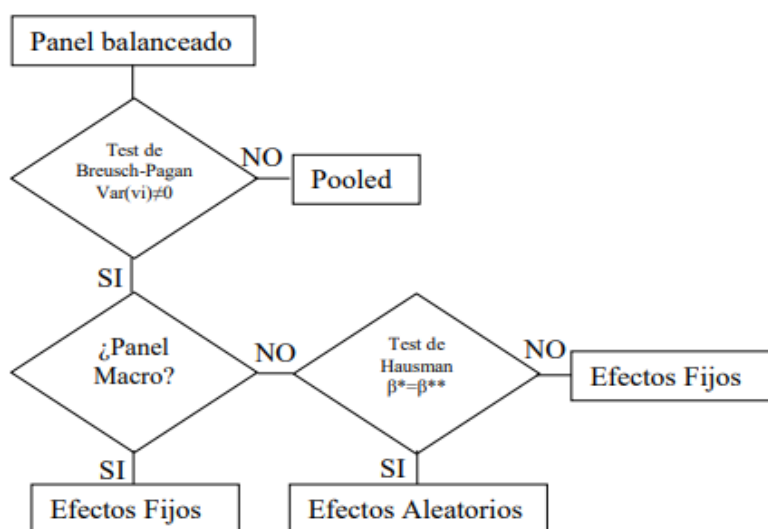
3.5.4. Prueba de Breusch y Pagan

De acuerdo a Montero (2011) la prueba de Breusch y Pagan tiene como fin evaluar la hipótesis nula $\text{Var}(u_i)=0$ contra X^2 como contraste. En este caso si el p value es mayor a 0.95 existe evidencia estadística a favor de la hipótesis nula y lo mejor es aplicar un modelo MCO, en cambio si el p value es menor a 0.05 lo mejor es seleccionar el modelo anidado (Montero, 2011).

3.5.5. Prueba de Hausman

De acuerdo a Montero (2011) la prueba de Hausman sirve para saber cuál modelo de datos de panel utilizar. En específico, la prueba de Hausman sirve para conocer si las estimaciones con efectos fijos o efectos aleatorios son significativamente diferentes. Por lo tanto, si se encuentran diferencias, es decir si se rechaza la hipótesis nula de igualdad, será mejor utilizar el modelo de efectos fijos (Montero, 2011). A continuación, se presenta gráfico de elección para la prueba de Hausman (ver Figura 3.1).

Figura 3.1. Prueba de Hausman



Fuente: Montero, 2011.

Montero (2005) señala que la prueba de Hausman es una prueba chi cuadrado que se usa para saber si un estimador es consistente y si una variable es relevante. La fórmula es la siguiente (Montero, 2005):

$$H = (\beta_c - \beta_e)'(V_c - V_e)^{-1} (\beta_c - \beta_e), \quad H \sim X_n^2$$

Donde:

β_c son las estimaciones consistentes θ_2 .

β_e son las estimaciones eficientes θ_1 .

V_c es la matriz de covarianza de las estimaciones consistentes.

V_e es la matriz de covarianza de las estimaciones eficientes.

3.5.6. Hipótesis

Teniendo en cuenta nuestro objetivo, el cual consiste en determinar el impacto de la gestión del capital de trabajo y nivel de rentabilidad respecto al grado de cumplimiento de Gobierno Corporativo en las empresas cementeras, las hipótesis planteadas son las siguientes:

H1: Existe una relación positiva y significativa entre la rentabilidad y el nivel de cumplimiento del buen gobierno corporativo en empresas cementeras que se encuentran en la BVL.

La hipótesis descrita se basa en el estudio realizado de Ullah (2018) y Ullah y Afgan (2016), enfocado al impacto positivo del gobierno corporativo en las finanzas de las empresas.

H2: Existe una relación positiva y significativa entre el capital de trabajo y el nivel de cumplimiento del buen gobierno corporativo en empresas cementeras que se encuentran en la BVL.

La hipótesis descrita se basa en la investigación realizada por Abdel (2015) y Coleman et al. (2018), orientado en los impactos significativos de gobierno corporativo frente a la eficiencia del manejo de capital de trabajo, donde se enfatiza que la gestión eficiente del capital de trabajo

implica la planificación y supervisión cuidadosa de los activos y pasivos corrientes de una empresa..

H3: Existe una relación positiva y significativa entre el capital de trabajo y la rentabilidad en empresas cementeras que se encuentran en la BVL.

La hipótesis descrita se basa en el estudio realizado por Agüero et al. (2021), concluyendo una relación positiva entre el capital de trabajo y la rentabilidad entre la muestra tomada de 5 sectores de la BVL, determinando que conocer y definir correctamente los componentes del capital de trabajo ayudan a tomar decisiones eficientes y oportunas con el objetivo de generar mayor valor a la empresa.

Cada una de las hipótesis antes mencionadas, se describen en el Capítulo II. Marco Teórico, como parte de la revisión literaria.

Para comprobar dichas hipótesis, se aplicará lo descrito en el presente capítulo.

CAPÍTULO IV. ANÁLISIS DE RESULTADOS

En este capítulo se presentan los resultados estadísticos descriptivos e inferenciales a partir de los datos recolectados. Se presentarán estadísticos y figuras con la data recolectada, y se regresionan modelos econométricos que serán analizados con las pruebas más propicias.

4.1. Resultados estadísticos descriptivos

Se analizará la data recolectada por cada una de las empresas en el periodo de análisis.

4.1.1. Utilidad neta y ventas

4.1.1.1. Utilidad neta

- **Cementos Pacasmayo:** presenta una utilidad neta promedio de S/ 129,766 miles. La mayor utilidad neta fue de S/ 215,532 miles en el año 2015; mientras que la menor fue de S/ 57,894 miles en el año 2020 a consecuencia de la pandemia. Se presenta una desviación estándar de S/ 51,656 miles, siendo el crecimiento promedio anual de 15.5%. En la Figura 4.1 se presenta las cifras de esta empresa.
- **UNACEM:** presenta una utilidad neta promedio de S/ 277,464 miles. La mayor utilidad neta fue de S/ 460,159 miles en el año 2017; mientras que la menor fue de S/ 30,287 miles en el año 2020 a consecuencia de la pandemia. Se presenta una desviación estándar de S/ 130,630 miles, siendo el crecimiento promedio anual de 176.7%, debido a la recuperación en el año 2021 que hizo crecer las utilidades casi 10 veces a las del año 2020. En la Figura 4.2 se presenta las cifras de esta empresa.
- **Yura:** presenta una utilidad neta promedio de S/ 215,502 miles. La mayor utilidad neta fue de S/ 267,526 miles en el año 2021; mientras que la menor fue de S/ 148,178 miles en el año 2020 a consecuencia de la pandemia. Se presenta una desviación estándar de S/ 35,172 miles, siendo el crecimiento promedio anual de 6.1%. En la Figura 4.3 se presenta las cifras de esta empresa.

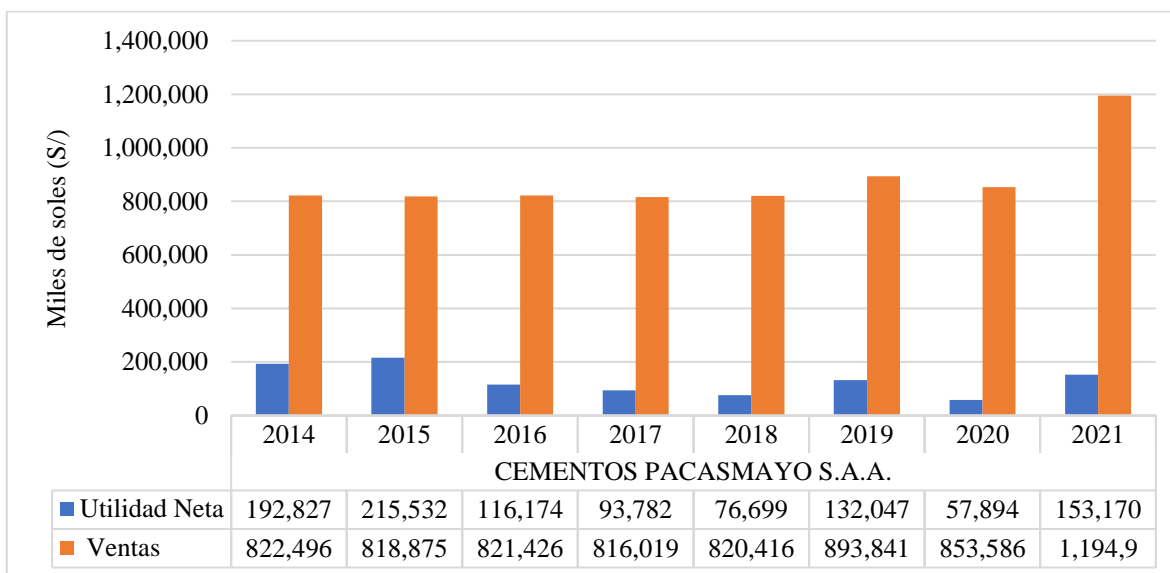
4.1.1.2. Ventas

- **Cementos Pacasmayo:** presenta ventas promedio de S/ 880,196 miles. La mayor venta fue de S/ 1,194,911 miles en el año 2021; mientras que la menor fue de S/ 816,019 miles en el año 2017. Se presenta una desviación estándar de S/ 121,540

miles, siendo el crecimiento promedio anual de 6.3%. En la Figura 4.1 se presenta las cifras de esta empresa.

- **UNACEM:** presenta ventas promedio de S/ 1,961,496 miles. La mayor venta fue de S/ 2,429,187 miles en el año 2021; mientras que la menor fue de S/ 1,698,958 miles en el año 2020. Se presenta una desviación estándar de S/ 195,672 miles, siendo el crecimiento promedio anual de 4.9%. En la Figura 4.2 se presenta las cifras de esta empresa.
- **Yura:** presenta ventas promedio de S/ 987,419 miles. La mayor venta fue de S/ 1,165,101 miles en el año 2021; mientras que la menor fue de S/ 799,530 miles en el año 2020. Se presenta una desviación estándar de S/ 93,311 miles, siendo el crecimiento promedio anual de 3.7%. En la Figura 4.3 se presenta las cifras de esta empresa.

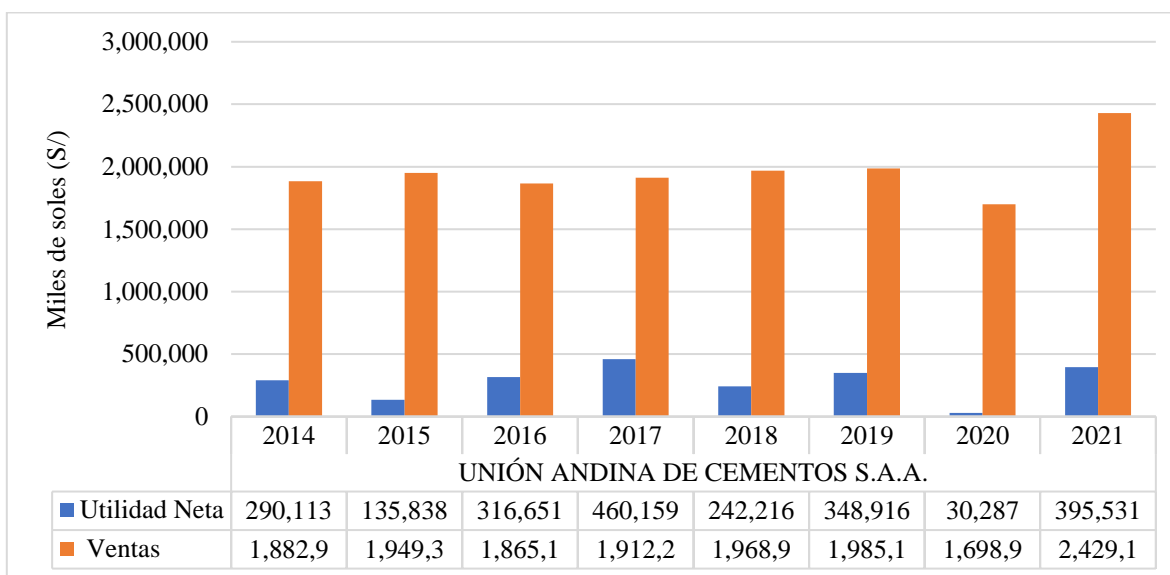
Figura 4.1. Utilidad Neta y Ventas de Cementos Pacasmayo (miles de soles)



Fuente: SMV (s.f.b).

Elaboración: Autores de esta tesis.

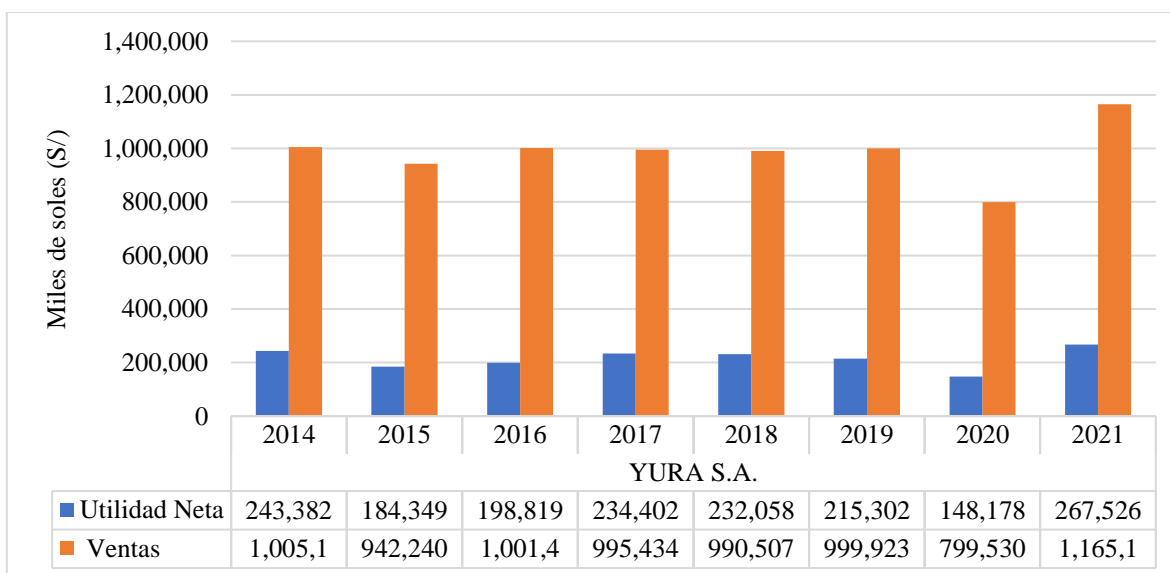
Figura 4.2. Utilidad Neta y Ventas de UNACEM (miles de soles)



Fuente: SMV (s.f.b).

Elaboración: Autores de esta tesis.

Figura 4.3. Utilidad Neta y Ventas de Yura (miles de soles)



Fuente: SMV (s.f.b).

Elaboración: Autores de esta tesis.

4.1.2. Activo y patrimonio

4.1.2.1. Activo total

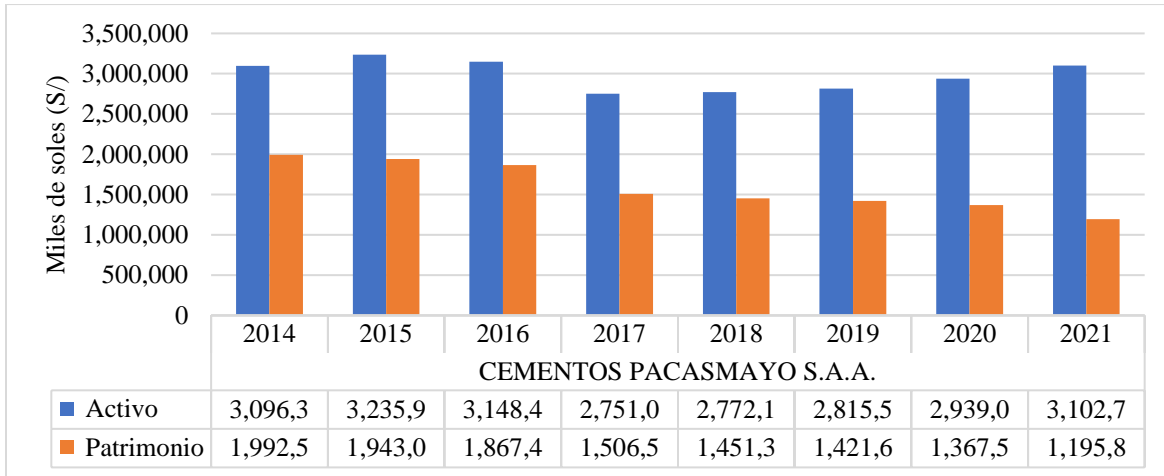
- **Cementos Pacasmayo:** presenta activos promedio de S/ 2,982,645 miles. El mayor activo fue de S/ 3,235,909 miles en el año 2015; mientras que el menor fue de S/ 2,751,067 miles en el año 2017. Se presenta una desviación estándar de S/ 175,612 miles, siendo el crecimiento promedio anual de 0.2%. En la Figura 4.4 se presenta las cifras de esta empresa.
- **UNACEM:** presenta activos promedio de S/ 8,594,379 miles. El mayor activo fue de S/ 8,764,028 miles en el año 2020; mientras que el menor fue de S/ 8,318,884 miles en el año 2014. Se presenta una desviación estándar de S/ 128,606 miles, siendo el crecimiento promedio anual de 0.5%. En la Figura 4.5 se presenta las cifras de esta empresa.
- **Yura:** presenta activos promedio de S/ 3,270,293 miles. El mayor activo fue de S/ 3,805,525 miles en el año 2021; mientras que el menor fue de S/ 2,773,269 miles en el año 2014. Se presenta una desviación estándar de S/ 260,735 miles, siendo el crecimiento promedio anual de 5.0%. En la Figura 4.6 se presenta las cifras de esta empresa.

4.1.2.2. Patrimonio

- **Cementos Pacasmayo:** presenta un patrimonio promedio de S/ 1,593,246 miles. El mayor patrimonio fue de S/ 1,992,540 miles en el año 2014; mientras que el menor fue de S/ 1,195,805 miles en el año 2021. Se presenta una desviación estándar de S/ 279,054 miles, siendo el crecimiento promedio anual de -6.8%. En la Figura 4.4 se presenta las cifras de esta empresa.
- **UNACEM:** presenta un patrimonio promedio de S/ 4,313,095 miles. El mayor patrimonio fue de S/ 5,011,008 miles en el año 2021; mientras que el menor fue de S/ 3,624,132 miles en el año 2014. Se presenta una desviación estándar de S/ 504,110 miles, siendo el crecimiento promedio anual de 4.8%. En la Figura 4.5 se presenta las cifras de esta empresa.

- **Yura:** presenta un patrimonio promedio de S/ 1,644,662 miles. El mayor patrimonio fue de S/ 2,074,634 miles en el año 2021; mientras que el menor fue de S/ 1,186,002 miles en el año 2014. Se presenta una desviación estándar de S/ 288,586 miles, siendo el crecimiento promedio anual de 8.4%. En la Figura 4.6 se presenta las cifras de esta empresa.

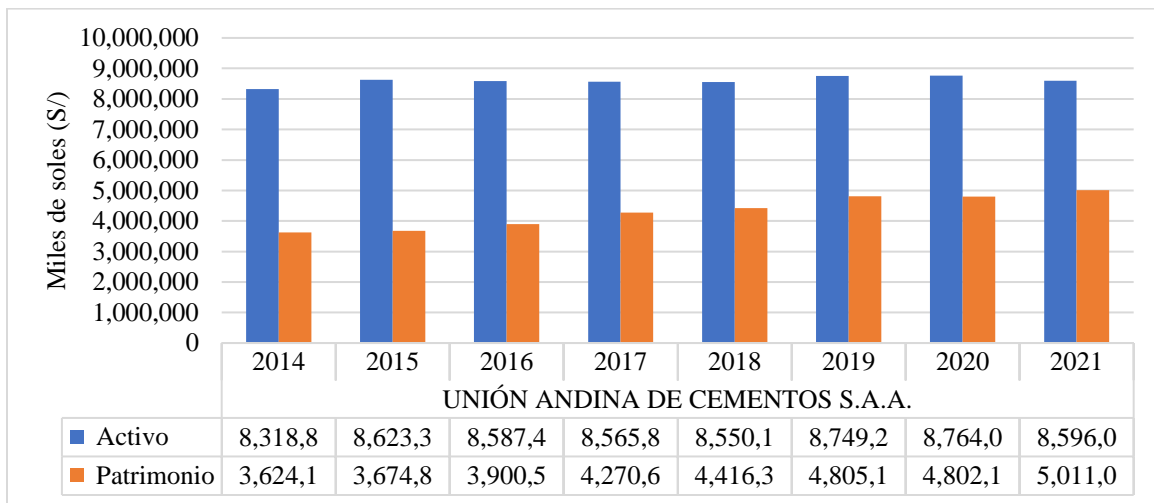
Figura 4.4. Activos totales y Patrimonio de Cementos Pacasmayo (miles de soles)



Fuente: SMV (s.f.b).

Elaboración: Autores de esta tesis.

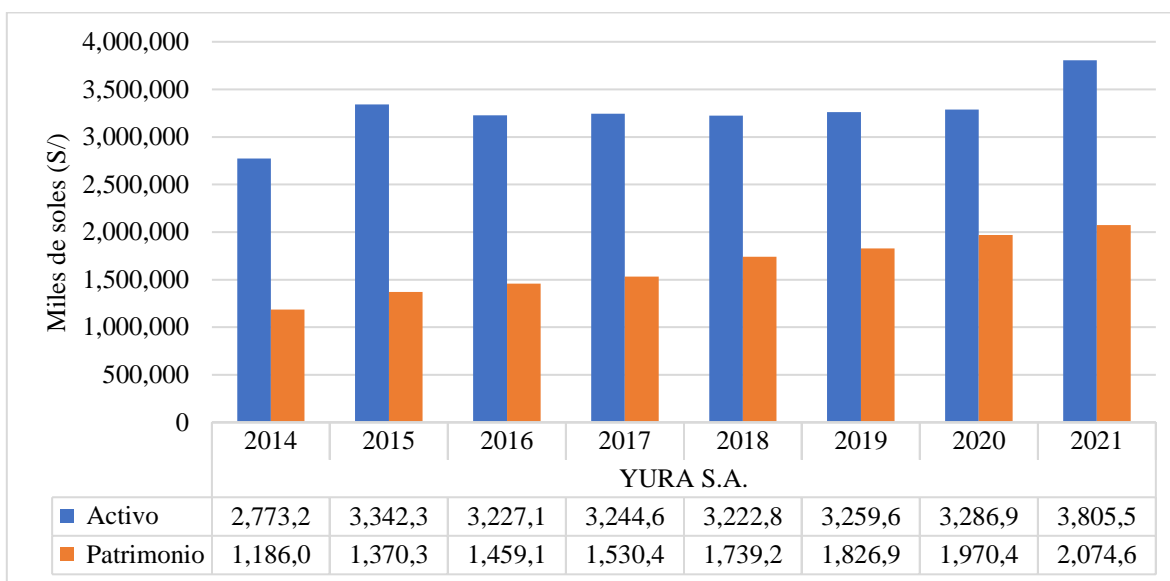
Figura 4.5. Activos totales y Patrimonio de UNACEM (miles de soles)



Fuente: SMV (s.f.b).

Elaboración: Autores de esta tesis.

Figura 4.6. Activos totales y Patrimonio de Yura (miles de soles)



Fuente: SMV (s.f.b).

Elaboración: Autores de esta tesis.

4.1.3. Capital de trabajo y sus componentes

4.1.3.1. Caja o efectivo

- **Cementos Pacasmayo:** presenta una partida de efectivo promedio de S/ 150,433 miles. La mayor caja fue de S/ 525,643 miles en el año 2014; mientras que el menor fue de S/ 6,789 miles en el año 2018. Se presenta una desviación estándar de S/ 164,447 miles, siendo el crecimiento promedio anual de 101.7%; lo cual se debe a que en los años 2019 y 2020 hubo un notable crecimiento de esta partida. En la Figura 4.7 se presenta las cifras de esta empresa.
- **UNACEM:** presenta una partida de efectivo promedio de S/ 87,061 miles. La mayor caja fue de S/ 290,252 miles en el año 2020; mientras que el menor fue de S/ 6,280 miles en el año 2019. Se presenta una desviación estándar de S/ 85,329 miles, siendo el crecimiento promedio anual de 660.0%; lo cual se debe a que en el año 2020 hubo un notable crecimiento de esta partida en 45 veces. En la Figura 4.8 se presenta las cifras de esta empresa.
- **Yura:** presenta una partida de efectivo promedio de S/ 108,123 miles. La mayor caja fue de S/ 563,072 miles en el año 2021; mientras que el menor fue de S/ 6,062 miles

en el año 2014. Se presenta una desviación estándar de S/ 174,765 miles, siendo el crecimiento promedio anual de 166.7%; lo cual se debe a que en los años 2017 y 2021 hubo notables crecimientos de 4 y 6 veces, respectivamente. En la Figura 4.9 se presenta las cifras de esta empresa.

4.1.3.2. Cuentas por cobrar

- **Cementos Pacasmayo:** presenta una partida de cuentas por cobrar promedio de S/ 10,221 miles. El mayor monto fue de S/ 14,153 miles en el año 2016; mientras que el menor fue de S/ 7,151 miles en el año 2018. Se presenta una desviación estándar de S/ 2,830 miles, siendo el crecimiento promedio anual de -1.5%; lo cual sugiere que se ha reducido el crédito y/o ha mejorado la gestión de cobranzas. En la Figura 4.7 se presenta las cifras de esta empresa.
- **UNACEM:** presenta una partida de cuentas por cobrar promedio de S/ 69,798 miles. El mayor monto fue de S/ 83,320 miles en el año 2020; mientras que el menor fue de S/ 62,965 miles en el año 2014. Se presenta una desviación estándar de S/ 6,292 miles, siendo el crecimiento promedio anual de 2.8%; lo cual sugiere que aumentado el crédito y/o se ha deteriorado la gestión de cobranzas. En la Figura 4.8 se presenta las cifras de esta empresa.
- **Yura:** presenta una partida de cuentas por cobrar promedio de S/ 25,736 miles. El mayor monto fue de S/ 34,787 miles en el año 2017; mientras que el menor fue de S/ 16,211 miles en el año 2014. Se presenta una desviación estándar de S/ 6,070 miles, siendo el crecimiento promedio anual de 9.6%; lo cual sugiere que aumentado el crédito y/o se ha deteriorado la gestión de cobranzas. En la Figura 4.9 se presenta las cifras de esta empresa.

4.1.3.3. Inventarios

- **Cementos Pacasmayo:** presenta una partida de cuentas por cobrar promedio de S/ 360,571 miles. El mayor monto fue de S/ 515,850 miles en el año 2021; mientras que el menor fue de S/ 252,650 miles en el año 2015. Se presenta una desviación estándar de S/ 83,629 miles, siendo el crecimiento promedio anual de 10.0%; lo que podría deberse al incremento de las ventas. En la Figura 4.7 se presenta las cifras de esta empresa.

- **UNACEM:** presenta una partida de cuentas por cobrar promedio de S/ 578,659 miles. El mayor monto fue de S/ 685,629 miles en el año 2016; mientras que el menor fue de S/ 387,969 miles en el año 2020. Se presenta una desviación estándar de S/ 104,982 miles, siendo el crecimiento promedio anual de -2.2%; lo que podría deberse a una mejora en la gestión de existencias debido a que las ventas se han incrementado en el periodo analizado. En la Figura 4.8 se presenta las cifras de esta empresa.
- **Yura:** presenta una partida de cuentas por cobrar promedio de S/ 218,486 miles. El mayor monto fue de S/ 278,497 miles en el año 2018; mientras que el menor fue de S/ 109,927 miles en el año 2020. Se presenta una desviación estándar de S/ 55,533 miles, siendo el crecimiento promedio anual de 1.5%; lo que podría deberse al incremento de las ventas. En la Figura 4.9 se presenta las cifras de esta empresa.

4.1.3.4. Cuentas por pagar

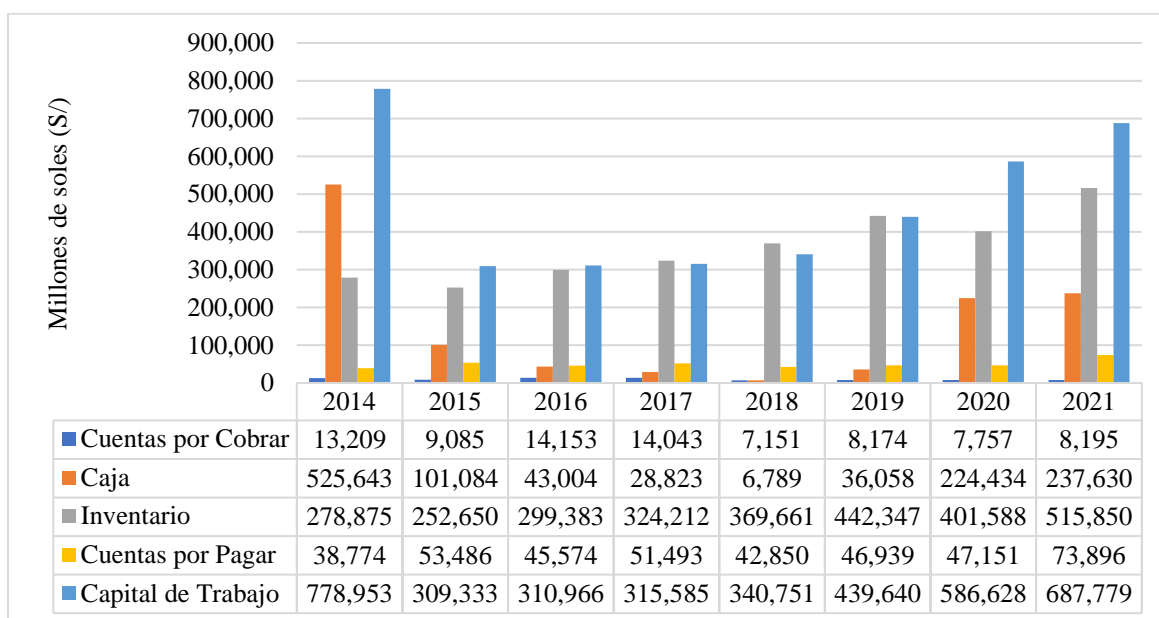
- **Cementos Pacasmayo:** presenta una partida de cuentas por pagar promedio de S/ 50,020 miles. El mayor monto fue de S/ 73,896 miles en el año 2021; mientras que el menor fue de S/ 38,774 miles en el año 2014. Se presenta una desviación estándar de S/ 9,998 miles, siendo el crecimiento promedio anual de 12.3%; lo que podría deberse al incremento de las ventas, a las mejores condiciones crediticias y a la mejor negociación con los proveedores. En la Figura 4.7 se presenta las cifras de esta empresa.
- **UNACEM:** presenta una partida de cuentas por pagar promedio de S/ 136,709 miles. El mayor monto fue de S/ 167,485 miles en el año 2019; mientras que el menor fue de S/ 90,387 miles en el año 2016. Se presenta una desviación estándar de S/ 28,664 miles, siendo el crecimiento promedio anual de 10.3%; lo que podría deberse al incremento de las ventas, a las mejores condiciones crediticias y a la mejor negociación con los proveedores. En la Figura 4.8 se presenta las cifras de esta empresa.
- **Yura:** presenta una partida de cuentas por pagar promedio de S/ 62,536 miles. El mayor monto fue de S/ 125,005 miles en el año 2021; mientras que el menor fue de S/ 37,982 miles en el año 2019. Se presenta una desviación estándar de S/ 25,762

miles, siendo el crecimiento promedio anual de 15.0%; lo que podría deberse al incremento de las ventas, a las mejores condiciones crediticias y a la mejor negociación con los proveedores. En la Figura 4.9 se presenta las cifras de esta empresa.

4.1.3.5. Capital de trabajo

- **Cementos Pacasmayo:** el capital de trabajo promedio es de S/ 471,204 miles. El mayor monto fue de S/ 778,953 miles en el año 2014; mientras que el menor fue de S/ 309,333 miles en el año 2015. Se presenta una desviación estándar de S/ 176,439 miles, siendo el crecimiento promedio anual de 4.2%. En la Figura 4.7 se presenta las cifras de esta empresa.
- **UNACEM:** el capital de trabajo promedio es de S/ 598,809 miles. El mayor monto fue de S/ 750,159 miles en el año 2015; mientras que el menor fue de S/ 413,747 miles en el año 2021. Se presenta una desviación estándar de S/ 100,488 miles, siendo el crecimiento promedio anual de -3.5%. En la Figura 4.8 se presenta las cifras de esta empresa.
- **Yura:** el capital de trabajo promedio es de S/ 289,810 miles. El mayor monto fue de S/ 655,747 miles en el año 2021; mientras que el menor fue de S/ 145,685 miles en el año 2020. Se presenta una desviación estándar de S/ 147,895 miles, siendo el crecimiento promedio anual de 47.9%, debido principalmente a que el capital de trabajo se triplicó en el último periodo. En la Figura 4.9 se presenta las cifras de esta empresa.

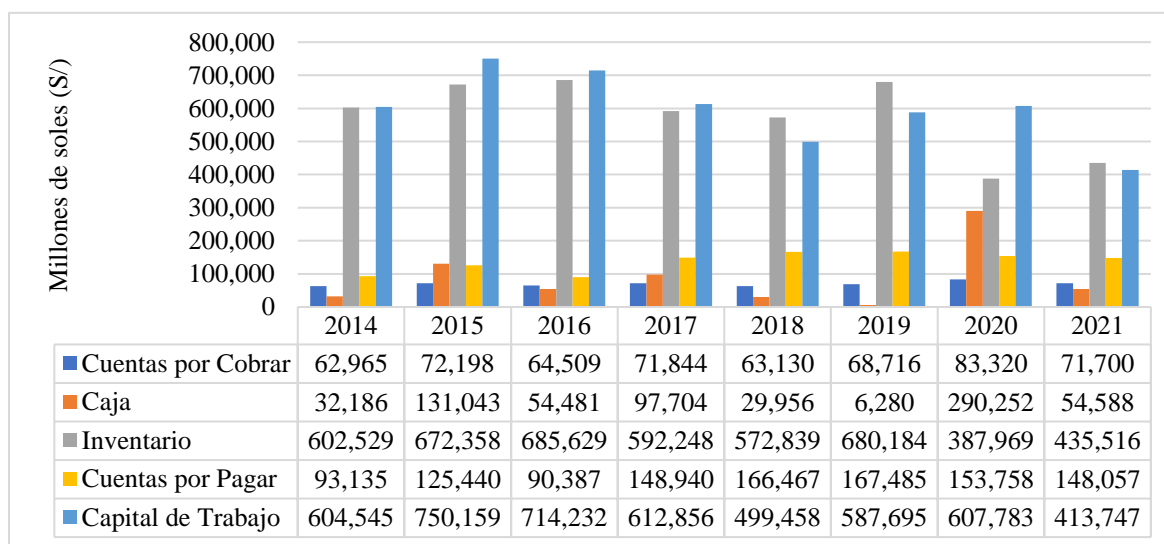
Figura 4.7. Capital de trabajo y sus componentes de Cementos Pacasmayo (miles de soles)



Fuente: SMV (s.f.b).

Elaboración: Autores de esta tesis.

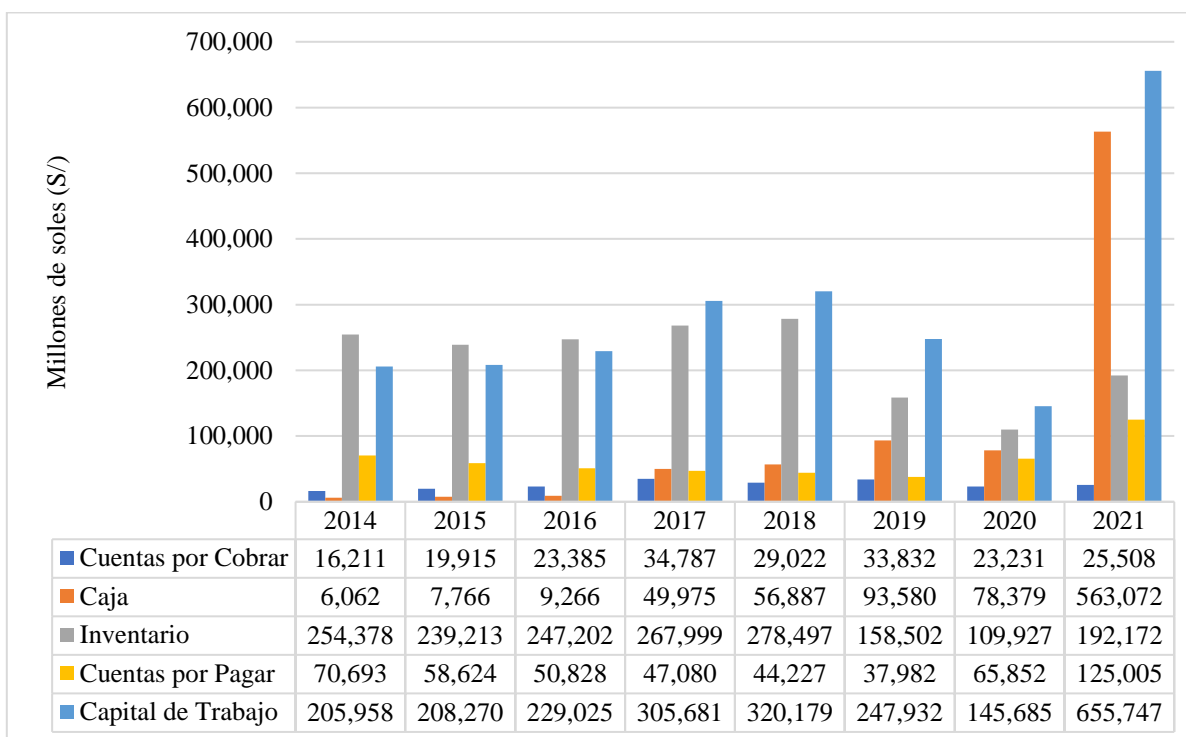
Figura 4.8. Capital de trabajo y sus componentes de UNACEM (miles de soles)



Fuente: SMV (s.f.b).

Elaboración: Autores de esta tesis.

Figura 4.9. Capital de trabajo y sus componentes de Yura (miles de soles)



Fuente: SMV (s.f.b).

Elaboración: Autores de esta tesis.

4.1.4. Indicadores de rentabilidad

4.1.4.1. Rendimiento respecto a activos (ROA)

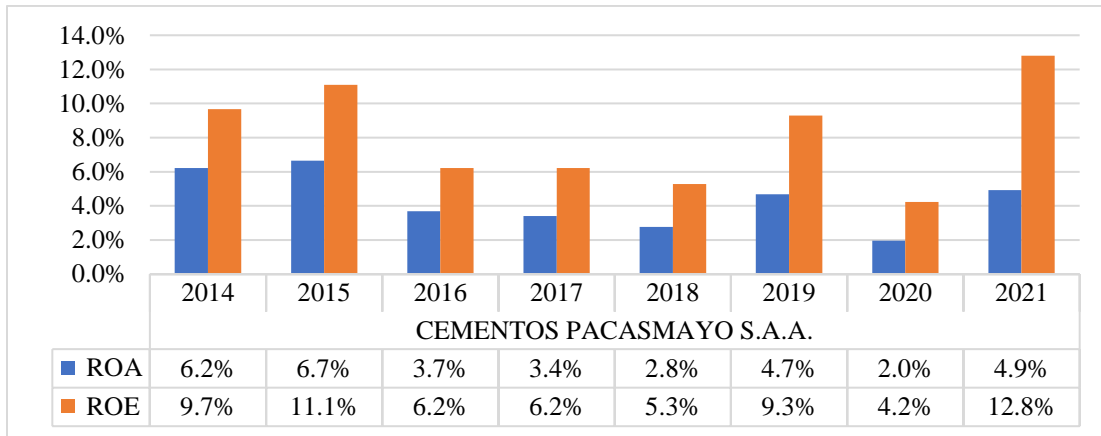
- **Cementos Pacasmayo:** el ROA promedio es de 4.29%. El mayor rendimiento fue de 6.66% en el año 2015, mientras que el menor fue de 1.97% en el año 2020, probablemente por los efectos de la pandemia. Se presenta una desviación estándar de 1.53%, siendo el crecimiento promedio anual de 14.00%. En la Figura 4.10 se presenta las cifras de esta empresa.
- **UNACEM:** el ROA promedio es de 3.24%. El mayor rendimiento fue de 5.27% en el año 2017, mientras que el menor fue de 0.35% en el año 2020, probablemente por los efectos de la pandemia. Se presenta una desviación estándar de 1.52%, siendo el crecimiento promedio anual de 179.80%, debido a que en el año 2021 hubo un crecimiento por encima de 12 veces al del año anterior. En la Figura 4.11 se presenta las cifras de esta empresa.

- **Yura:** el ROA promedio es de 6.63%. El mayor rendimiento fue de 8.78% en el año 2014, mientras que el menor fue de 4.51% en el año 2020, probablemente por los efectos de la pandemia. Se presenta una desviación estándar de 1.19%, siendo el crecimiento promedio anual de 1.06%. En la Figura 4.12 se presenta las cifras de esta empresa.

4.1.4.2. Rendimiento respecto a patrimonio (ROE)

- **Cementos Pacasmayo:** el ROE promedio es de 8.10%. El mayor rendimiento fue de 12.81% en el año 2021, mientras que el menor fue de 4.23% en el año 2020, probablemente por los efectos de la pandemia. Se presenta una desviación estándar de 2.85%, siendo el crecimiento promedio anual de 25.65%. En la Figura 4.10 se presenta las cifras de esta empresa.
- **UNACEM:** el ROE promedio es de 6.48%. El mayor rendimiento fue de 10.78% en el año 2017, mientras que el menor fue de 0.63% en el año 2020, probablemente por los efectos de la pandemia. Se presenta una desviación estándar de 2.94%, siendo el crecimiento promedio anual de 163.15%, debido a que en el año 2021 hubo un crecimiento por encima de 13 veces al del año anterior. En la Figura 4.11 se presenta las cifras de esta empresa.
- **Yura:** el ROE promedio es de 13.56%. El mayor rendimiento fue de 20.52% en el año 2014, mientras que el menor fue de 7.52% en el año 2020, probablemente por los efectos de la pandemia. Se presenta una desviación estándar de 3.39%, siendo el crecimiento promedio anual de -1.4%. En la Figura 4.12 se presenta las cifras de esta empresa.

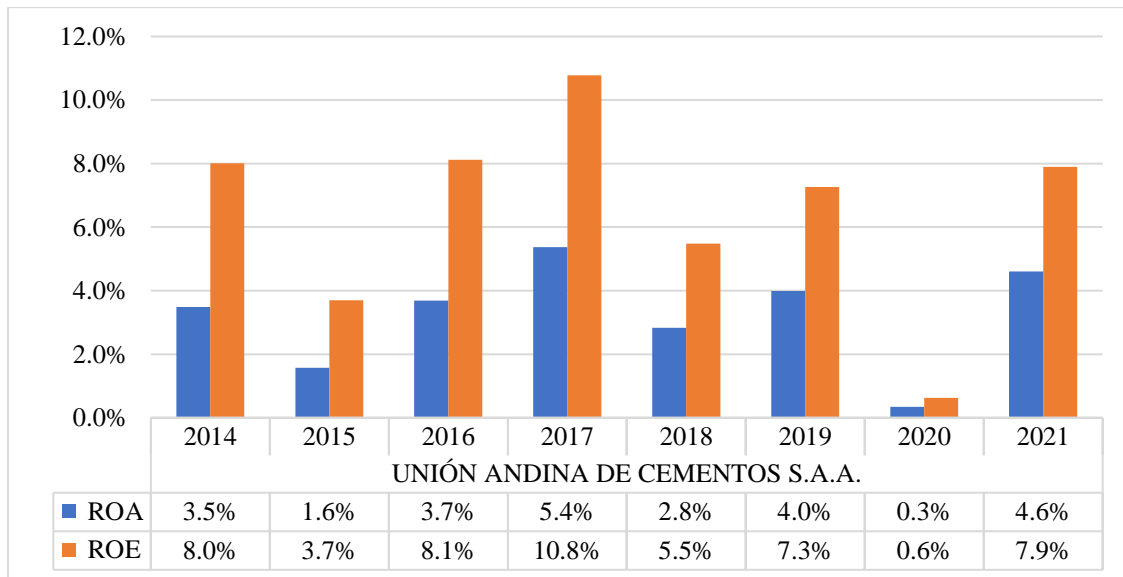
Figura 4.10. ROA y ROE de Cementos Pacasmayo (%)



Fuente: SMV (s.f.b).

Elaboración: Autores de esta tesis.

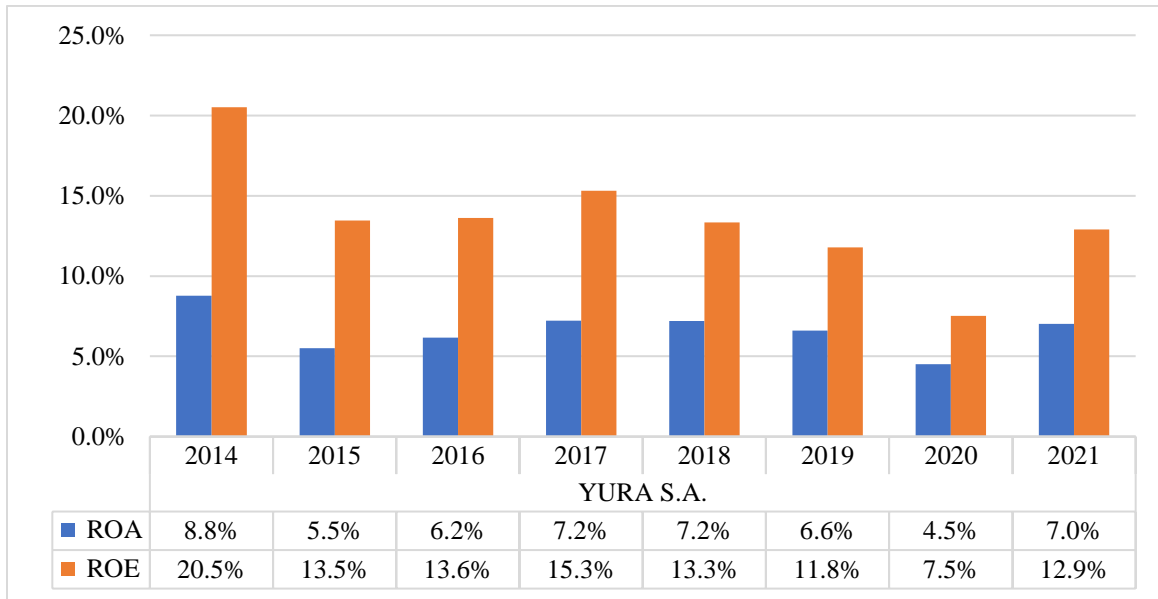
Figura 4.11. ROA y ROE de UNACEM (%)



Fuente: SMV (s.f.b).

Elaboración: Autores de esta tesis.

Figura 4.12. ROA y ROE de Yura (%)



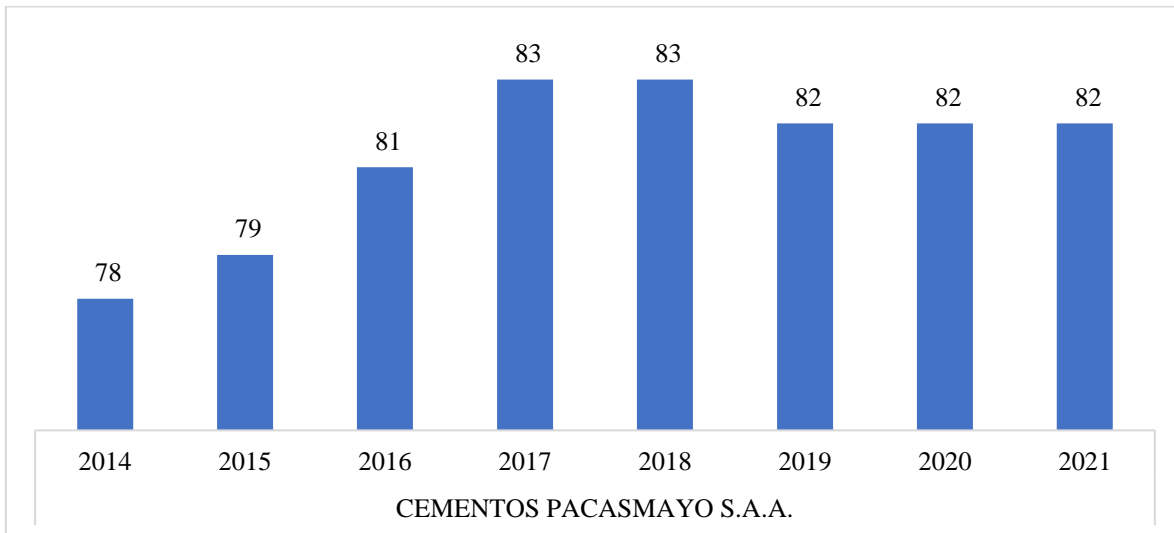
Fuente: SMV (s.f.b).

Elaboración: Autores de esta tesis.

4.1.5. Buen gobierno corporativo

- **Cementos Pacasmayo:** el puntaje promedio que ha obtenido es de 81 de 88 puntos posibles, es decir el 92.3%. El mayor puntaje de 83 puntos se obtuvo en los años 2017 y 2018, mientras que el menor puntaje de 81 puntos se obtuvo en el año 2016. En el periodo analizado se presentó una mejora de 4 puntos, de 78 a 82 puntos. En la Figura 4.13 se presenta los puntajes de la empresa en el periodo analizado.
- **UNACEM:** el puntaje promedio que ha obtenido es de 67 de 88 puntos posibles, es decir el 76.4%. El mayor puntaje de 69 puntos se obtuvo en el periodo 2014 - 2017, mientras que el menor puntaje de 64 puntos se obtuvo en el año 2019. En el periodo analizado se presentó una reducción de 3 puntos, de 69 a 66 puntos. En la Figura 4.14 se presenta los puntajes de la empresa en el periodo analizado.
- **Yura:** el puntaje promedio que ha obtenido es de 58 de 88 puntos posibles, es decir el 66.1%. El mayor puntaje de 62 puntos se obtuvo en el año 2014, mientras que el menor puntaje de 53 puntos se obtuvo en el año 2018. En el periodo analizado se presentó una reducción de 4 puntos, de 62 a 58 puntos. En la Figura 4.15 se presenta los puntajes de la empresa en el periodo analizado.

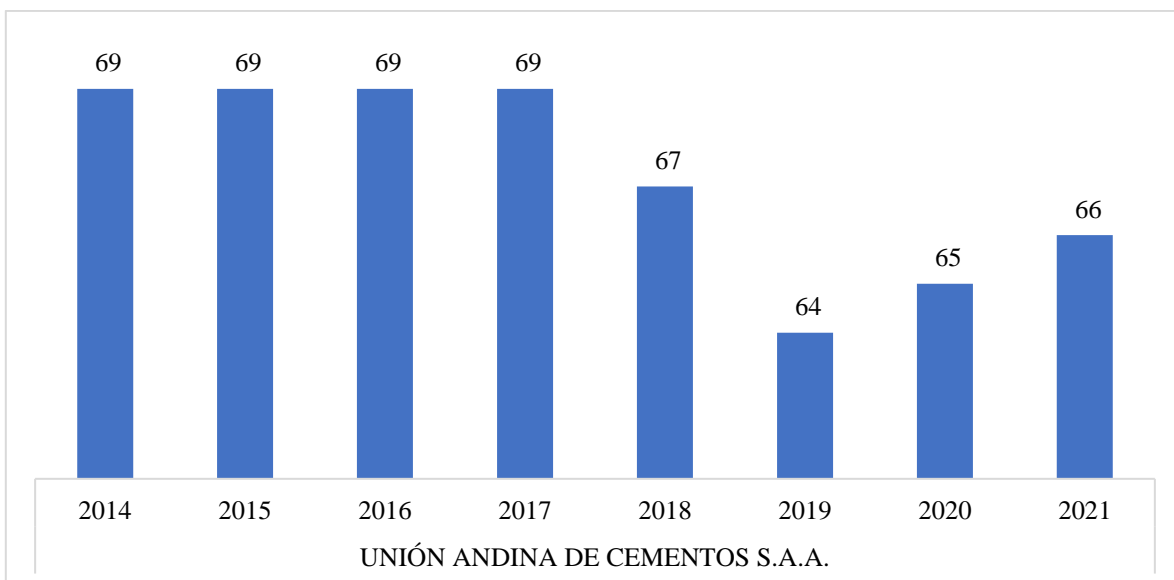
Figura 4.13. Cumplimiento de BGC de Cementos Pacasmayo (puntos)



Fuente: SMV (s.f.a).

Elaboración: Autores de esta tesis.

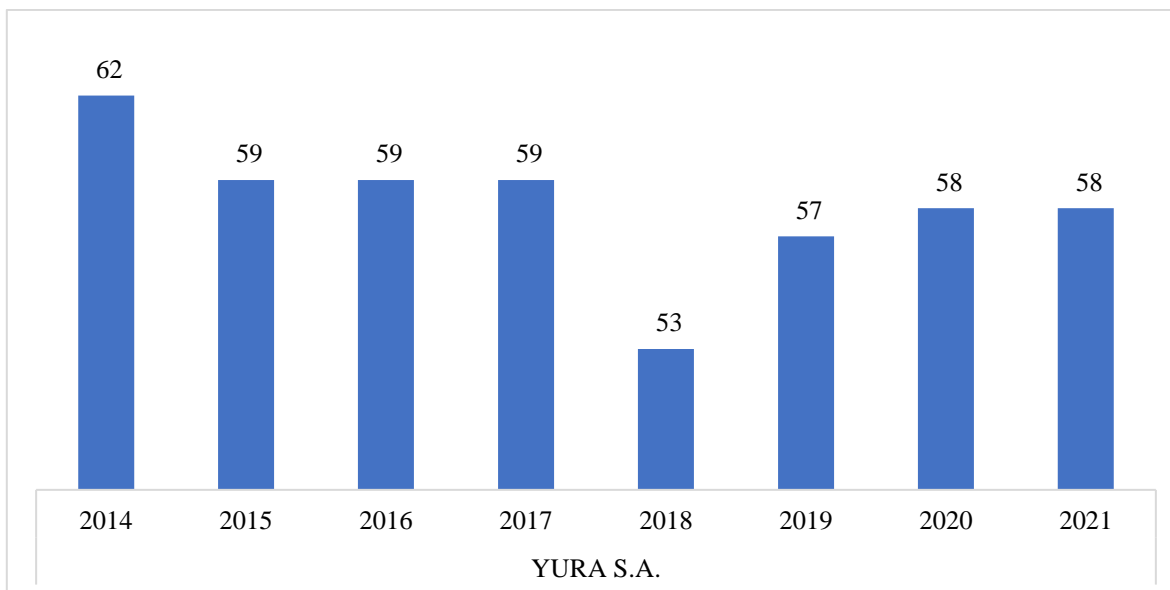
Figura 4.14. Cumplimiento de BGC de UNACEM (puntos)



Fuente: SMV (s.f.a).

Elaboración: Autores de esta tesis.

Figura 4.15. Cumplimiento de BGC de Yura (puntos)



Fuente: SMV (s.f.a).

Elaboración: Autores de esta tesis.

4.2. Resultados del análisis econométrico

Para realizar el presente análisis se utilizó el paquete estadístico Stata en su versión 16. Para ello se procedió a evaluar primero gráficamente la heterogeneidad de los datos por empresa. Las variables a analizar según lo indicado en puntos previos son: rentabilidad (ROA y ROE), capital de trabajo y grado de cumplimiento del buen gobierno corporativo.

La Tabla 4.1 presenta los resultados del Rho de Spearman, el cual indica la relación entre las variables analizadas. De acuerdo a Mondragón (citado en Apaza et al, 2022) los rangos de correlación son: nulo (0), muy bajo (0.01 a 0.10), débil (0.11 a 0.50), medio (0.51 a .075), considerable (0.76 a 0.90), muy fuerte (0.91 a 0.99) y perfecta (1.00). Para el caso de la variable ROA se observa una relación inversa, media y significativa con el grado de cumplimiento del buen gobierno corporativo. En el caso de ROE se obtuvo una relación inversa, débil y significativa con el grado de cumplimiento del buen gobierno corporativo. Finalmente, para capital de trabajo se obtuvo una relación directa, débil y no significativa.

Tabla 4.1. Resultados del Rho de Spearman

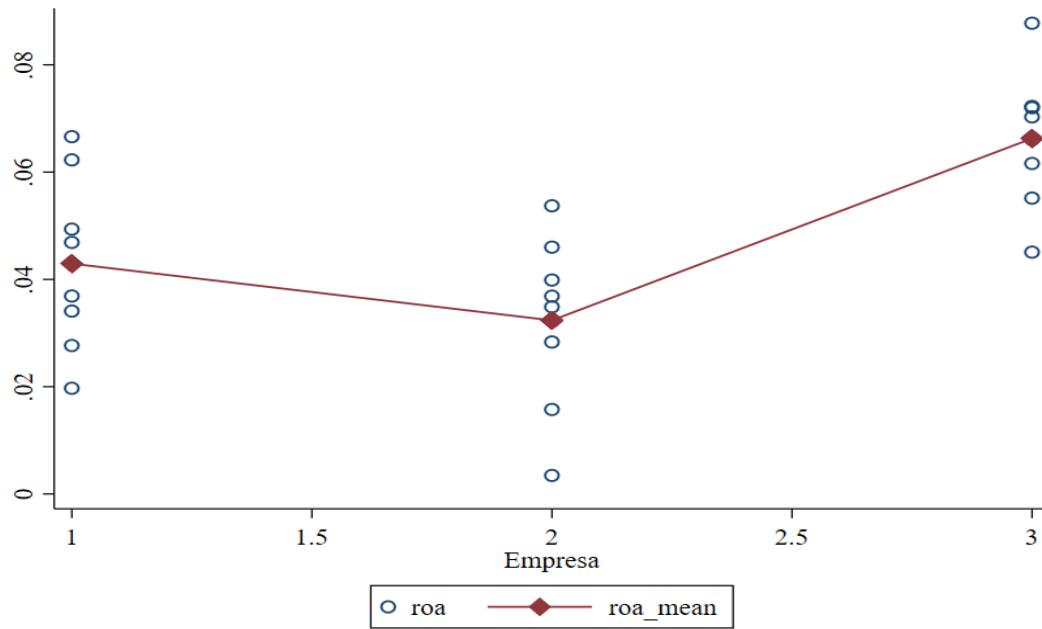
	ROA	ROE	Capital de trabajo	Grado de cumplimiento del buen gobierno corporativo	Activos totales
ROA	1.0000				
ROE	0.9287	1.0000			
Capital de trabajo	-0.3774	-0.3704	1.0000		
Grado de cumplimiento del buen gobierno corporativo	-0.5170	-0.4939	0.3677	1.0000	
Activos totales	-0.2393	-0.2226	0.3409	-0.4197	1.0000
	0.2622	0.2958	0.1031	0.0412	

Fuente y elaboración: Autores de esta tesis.

Cabe resaltar que se observa una relación negativa entre las variables rentabilidad (ROE y ROA) y el capital de trabajo, las cuales son significativas al 10%. Estos resultados concuerdan con lo indicado por Anton y Afloarei (2020), los cuales indican que la relación entre capital de trabajo y rentabilidad es negativa cuando se pasa el punto de equilibrio del negocio. Asimismo, coincide con lo encontrado por Le (2019) y Wasiuzzaman (2015).

La Figura 4.16 presenta la heterogeneidad de la variable ROA dentro las 3 empresas analizadas en el periodo de análisis 2014 – 2021. Se observa que existe heterogeneidad en los datos analizados para las 3 empresas.

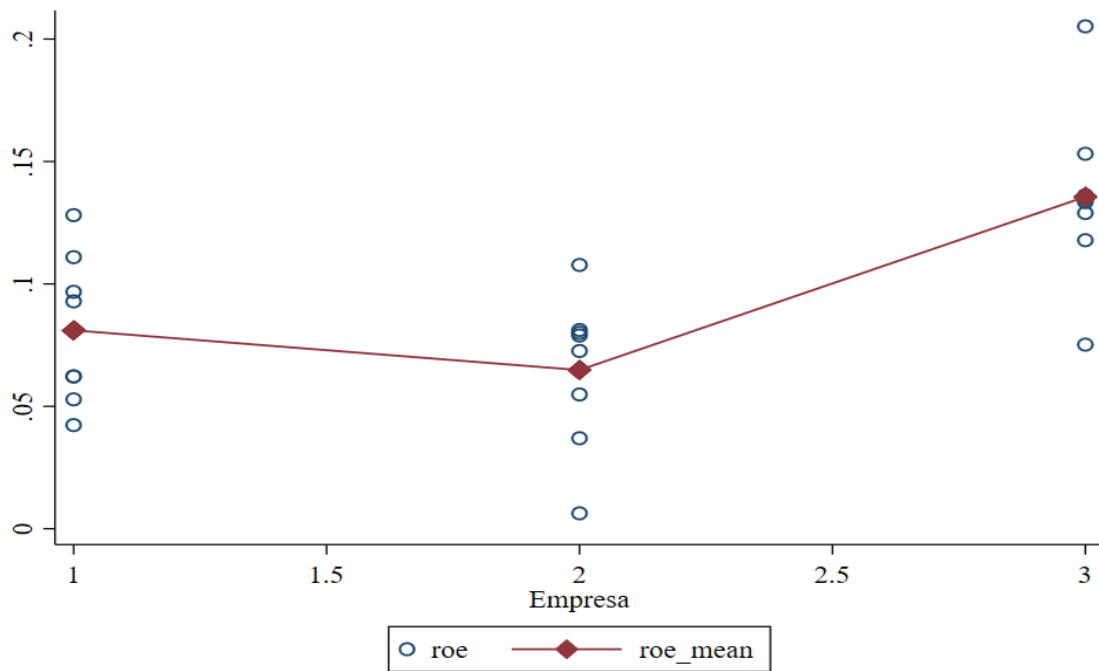
Figura 4.16. Heterogeneidad del ROA en las empresas cementeras que cotizan en la BVL en el periodo 2014 a 2021



Fuente y elaboración: Autores de esta tesis.

La Figura 4.17 presenta la heterogeneidad de la variable ROE dentro de las 3 empresas analizadas en el periodo de análisis 2014 – 2021. Se observa que existe heterogeneidad en los datos analizados para las 3 empresas.

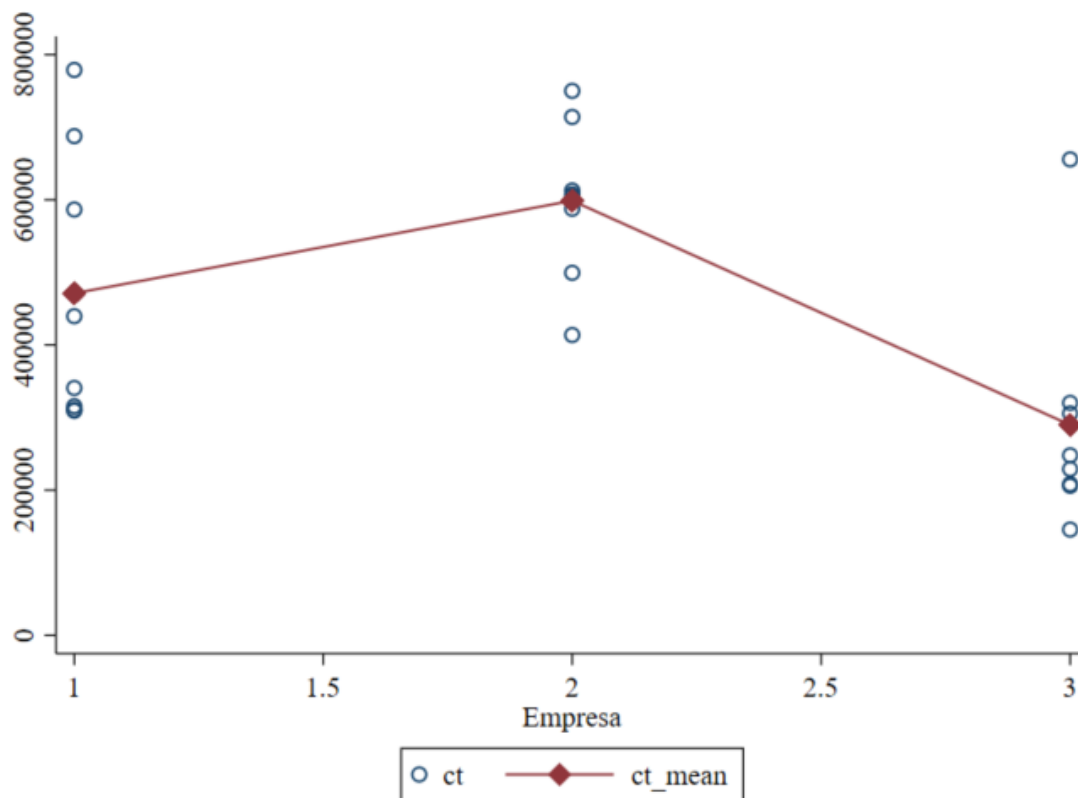
Figura 4.17. Heterogeneidad del ROE en las empresas cementeras que cotizan en la BVL en el periodo 2014 a 2021



Fuente y elaboración: Autores de esta tesis.

La Figura 4.18 presenta la heterogeneidad de la variable capital de trabajo dentro de las 3 empresas analizadas en el periodo de análisis 2014 – 2021. Se observa que existe heterogeneidad en los datos analizados para las 3 empresas.

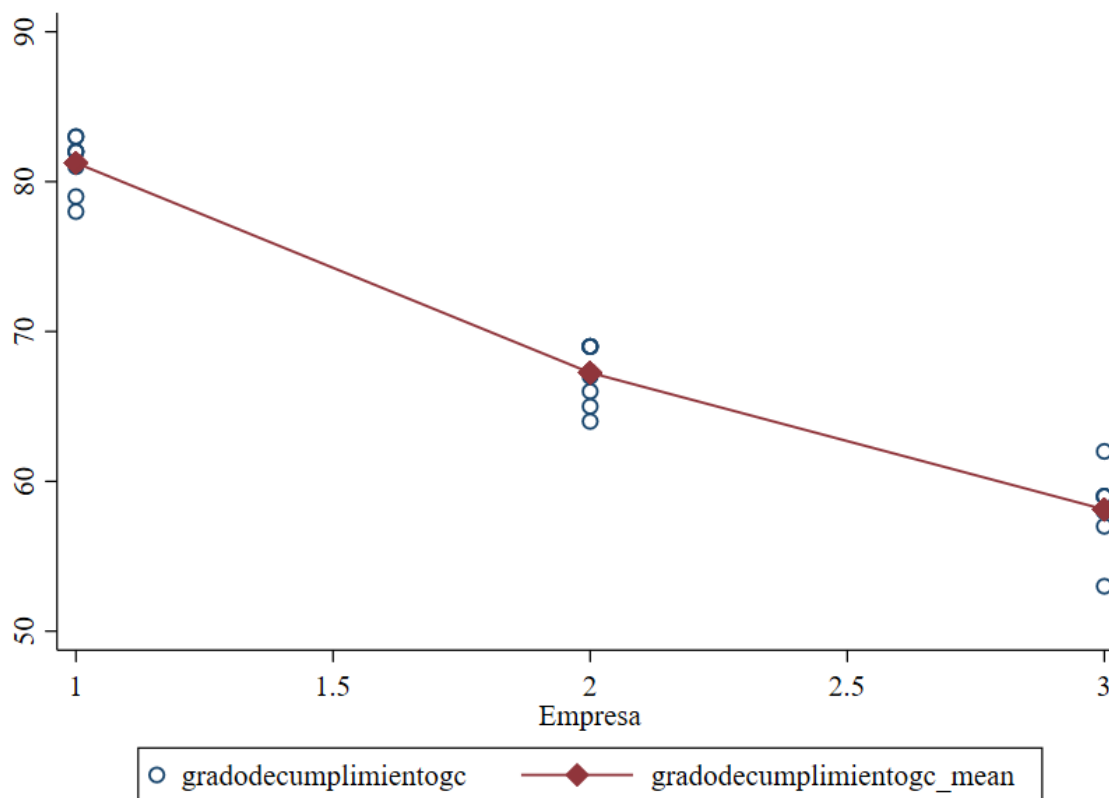
Figura 4.18. Heterogeneidad del capital de trabajo en las empresas cementeras que cotizan en la BVL en el periodo 2014 a 2021



Fuente y elaboración: Autores de esta tesis.

La Figura 4.19 presenta la heterogeneidad de la variable grado de cumplimiento de gobierno corporativo dentro de las 3 empresas analizadas en el periodo de análisis 2014 – 2021. Se observa que existe heterogeneidad en los datos analizados para las 3 empresas.

Figura 4.19. Heterogeneidad del grado de cumplimiento de gobierno corporativo en las empresas cementeras que cotizan en la BVL en el periodo 2014 a 2021



Fuente y elaboración: Autores de esta tesis.

4.2.1. Contraste de hipótesis

Las hipótesis planteadas previamente son las siguientes:

H1: Existe una relación positiva y significativa entre la rentabilidad y el nivel de cumplimiento del buen gobierno corporativo en empresas cementeras que se encuentran en la BVL.

H2: Existe una relación positiva y significativa entre el capital de trabajo y el nivel de cumplimiento del buen gobierno corporativo en empresas cementeras que se encuentran en la BVL.

H3: Existe una relación positiva y significativa entre el capital de trabajo y la rentabilidad en empresas cementeras que se encuentran en la BVL.

Con el fin de comprobar las hipótesis planteadas se aplicarán modelos de datos de panel (modelo pooled, efectos fijos y efectos aleatorios), para los cuales se aplicarán las respectivas pruebas para determinar cuál es el modelo que obtiene mejores resultados.

4.2.1.1. Contraste de hipótesis 1

Con el fin de validar la hipótesis 1 se realizaron las regresiones considerando 2 variables dependientes: ROA y ROE. Primero se realizó un modelo pooled, obteniendo los resultados presentados en la Tabla 4.2.

Tabla 4.2. Resultados del modelo pooled para la variable rentabilidad (ROA y ROE)

	Coeficiente	P value	R ²
ROA			0.5064
Grado de cumplimiento GC	-0.0011	0.001	
Activos totales	-4.56 e ⁻⁹	0.002	
Constante	0.1429	0.000	
ROE			0.4638
Grado de cumplimiento GC	-0.0022	0.003	
Activos totales	-9.13 e ⁻⁹	0.004	
Constante	0.2939	0.000	

Fuente y elaboración: Autores de esta tesis.

Como se observa en la Tabla 4.2 tanto cuando la variable dependiente es ROA como ROE los resultados obtenidos son estadísticamente significativos a un nivel de 0.05 y el impacto es negativo. Es decir, cuando mayor es el grado de cumplimiento de gobierno corporativo la rentabilidad de las empresas cementeras se reduce. El R² obtenido es de 0.5064 para ROA y de 0.4638 para ROE.

A continuación, se aplica un modelo de efectos fijos y efectos aleatorios para ambos casos (ver Tabla 4.3). Los resultados obtenidos para ROA indican que, tanto en efectos fijos como aleatorios, el grado de cumplimiento de gobierno corporativo tiene un impacto negativo en la rentabilidad de las empresas cementeras, siendo significativo solo para el caso de efectos aleatorios. Para el caso de ROE, los resultados indican que para efectos fijos el impacto del grado de cumplimiento del gobierno corporativo es positivo y no significativo, no obstante, para efectos aleatorios el impacto es negativo y significativo.

Tabla 4.3. Resultados de los modelos efectos fijos y efectos aleatorios para la variable rentabilidad (ROA y ROE)

	Efectos fijos			Efectos aleatorios		
	Coefficiente	P value	F	Coefficiente	P value	Chi ²
ROA			0.20 Prob. 0.8241			21.54 Prob. 0.0000
Grado de cumplimiento GC	-0.0012	0.546		-0.0011	0.001	
Activos totales	-7.97 e ⁻⁹	0.684		-4.56 e ⁻⁹	0.000	
Constante	0.1661	0.408		0.1429	0.000	
ROE			0.63 Prob. 0.5412			18.17 Prob. 0.0001
Grado de cumplimiento GC	0.0020	0.614		-0.0022	0.002	
Activos totales	-2.40 e ⁻⁸	0.561		-9.13 e ⁻⁹	0.001	
Constante	0.0735	0.861		0.2938	0.000	

Fuente y elaboración: Autores de esta tesis.

Finalmente, se aplica la prueba de Breusch y Pagan y Hausman (ver Tabla 4.4) para encontrar el modelo que cuenta con los estimadores más eficientes. Para el primer caso se compara el modelo pooled contra el modelo anidado, obteniéndose para ambos casos que el modelo que mejor se ajusta a los datos es el pooled, esto debido a que el p value en la prueba de Breusch y Pagan es mayor a 0.05. La prueba de Hausman compara el modelo de efectos fijos contra efectos aleatorios, obteniéndose que el modelo que mejor se ajusta a los datos es el de efectos aleatorios, dado que el p value es mayor a 0.05. Por tanto, la evidencia estadística indica que el modelo que cuenta con estimadores más eficientes es el pooled para ambos casos. Los resultados del modelo de efectos aleatorios son opuestos con los obtenidos por Ullah (2018) y Ullah y Afgan (2016) en cuanto al impacto positivo del gobierno corporativo en las finanzas de las empresas.

Tabla 4.4. Resultados de pruebas de Breusch y Pagan y Hausman para la variable rentabilidad (ROA y ROE)

Variable dependiente	Prueba de Breusch y Pagan (Pooled vs modelo anidado)	Hausman (Efectos fijos vs efectos aleatorios)
ROA	0.00 P value 1.0000	0.00 P value 0.9608
ROE	0.00 P value 1.0000	1.21 P value 0.2709

Fuente y elaboración: Autores de esta tesis.

4.2.1.2. Contraste de hipótesis 2

Con el fin de validar la hipótesis 2 se realizaron las regresiones considerando la variable capital de trabajo como variable dependiente. Primero se realizó un modelo pooled, obteniendo los resultados presentados en la Tabla 4.5.

Tabla 4.5. Resultados del modelo pooled para la variable capital de trabajo

	Coefficiente	P value	R ²
Capital de trabajo			0.4449
Grado de cumplimiento GC	7,893.667	0.031	
Activos totales	0.04518	0.000	
Constante	-313,994.9	0.286	

Fuente y elaboración: Autores de esta tesis.

Como se observa en la Tabla 4.5 los resultados obtenidos son estadísticamente significativos a un nivel de 0.05 y el impacto es positivo. Es decir, cuando mayor es el grado de cumplimiento de gobierno corporativo el capital de trabajo de las empresas cementeras se incrementa. El R² obtenido es de 0.4449.

A continuación, se aplica un modelo de efectos fijos y efectos aleatorios para ambos casos (ver Tabla 4.6). Los resultados obtenidos indican que, tanto en efectos fijos como aleatorios, el grado de cumplimiento de gobierno corporativo tiene un impacto negativo y no significativo en la rentabilidad de las empresas cementeras. Para el caso de ROE, los resultados indican que para efectos fijos el impacto del grado de cumplimiento del gobierno corporativo es positivo y no significativo en la rentabilidad, no obstante, para efectos aleatorios el impacto es negativo y no significativo.

Tabla 4.6. Resultados de los modelos efectos fijos y efectos aleatorios para la variable capital de trabajo

	Coefficiente	P value	F	Coefficiente	P value	Chi²
Capital de trabajo			2.47 Prob. 0.1109			16.83 Prob. 0.0002
Grado de cumplimiento GC	12,521.36	0.475		7,893.667	0.016	
Activos totales	0.3845	0.042		0.0452	0.000	
Constante	-2,312,021	0.214		-313,994.9	0.200	

Fuente y elaboración: Autores de esta tesis.

Finalmente, se aplica la prueba de Breusch y Pagan y Hausman (ver Tabla 4.7) para encontrar el modelo que cuenta con los estimadores más eficientes. Para el primer caso se compara el modelo pooled contra el modelo anidado, obteniéndose que el modelo que mejor se ajusta a los datos es el pooled, esto debido a que el p value en la prueba de Breusch y Pagan es mayor a 0.05. La prueba de Hausman compara el modelo de efectos fijos contra efectos aleatorios, obteniéndose que el modelo que mejor se ajusta a los datos es el de efectos aleatorios, dado que el p value es mayor a 0.05. Por tanto, la evidencia estadística indica que el modelo que cuenta con estimadores más eficientes es el modelo pooled. Los resultados del modelo pooled coinciden con los obtenidos por Abdel (2015) y Coleman et al. (2018), los cuales obtienen impactos significativos de la aplicación del gobierno corporativo en la eficiencia del manejo del capital de trabajo.

Tabla 4.7. Resultados de pruebas de Breusch y Pagan y Hausman para la variable capital de trabajo

Variable dependiente	Prueba de Breusch y Pagan (Pooled vs modelo anidado)	Hausman (Efectos fijos vs efectos aleatorios)
Capital de trabajo	0.00 P value 1.0000	0.08 P value 0.7836

Fuente y elaboración: Autores de esta tesis.

4.2.1.3. Contraste de hipótesis 3

Con el fin de validar la hipótesis 3 se realizaron las regresiones considerando 2 variables dependientes: ROA y ROE. Primero se realizó un modelo pooled, obteniendo los resultados presentados en la Tabla 4.8.

Tabla 4.8. Resultados del modelo pooled para la variable rentabilidad (ROA y ROE) y capital de trabajo

	Coefficiente	P value	R ²
ROA			0.2760
Capital de trabajo	-2.01 e ⁻⁸	0.371	
Activos totales	-3.07 e ⁻⁹	0.079	
Constante	0.0715	0.000	
ROE			0.2417
Capital de trabajo	-4.43 e ⁻⁸	0.344	
Activos totales	-5.92 e ⁻⁹	0.072	
Constante	0.1432	0.000	

Fuente y elaboración: Autores de esta tesis.

Como se observa en la Tabla 4.8 tanto cuando la variable dependiente es ROA como ROE los resultados obtenidos son estadísticamente no significativos y el impacto es negativo. Es decir, cuando mayor es el capital de trabajo con el que cuenta la empresa la rentabilidad de las empresas cementeras se reduce. El R² obtenido es de 0.2760 para ROA y de 0.2417 para ROE.

A continuación, se aplica un modelo de efectos fijos y efectos aleatorios para ambos casos (ver Tabla 4.3). Los resultados obtenidos para ROA indican que, tanto en efectos fijos como aleatorios, el grado de cumplimiento de gobierno corporativo tiene un impacto negativo en la rentabilidad de las empresas cementeras, siendo significativo solo para el caso de efectos aleatorios. Para el caso de ROE, los resultados indican que para efectos fijos el impacto del grado de cumplimiento del gobierno corporativo es positivo y no significativo, no obstante, para efectos aleatorios el impacto es negativo y significativo.

Tabla 4.9. Resultados de los modelos efectos fijos y efectos aleatorios para la variable rentabilidad (ROA y ROE)

	Efectos fijos			Efectos aleatorios		
	Coefficiente	P value	F	Coefficiente	P value	Chi ²
ROA			0.16 Prob. 0.8549			8.01 Prob. 0.0183
Capital de trabajo	1.37 e ⁻⁸	0.588		-2.01 e ⁻⁸	0.381	
Activos totales	-6.15 e ⁻⁹	0.741		-3.07 e ⁻⁹	0.073	
Constante	0.0714	0.419		0.0715	0.000	
ROE			1.12 Prob. 0.3474			6.69 Prob. 0.0352
Capital de trabajo	5.53 e ⁻⁸	0.290		-4.43 e ⁻⁸	0.380	
Activos totales	-5.24 e ⁻⁹	0.179		-5.92 e ⁻⁹	0.115	
Constante	0.3280	0.000		0.1432	0.000	

Fuente y elaboración: Autores de esta tesis.

Finalmente, se aplica la prueba de Breusch y Pagan y Hausman (ver Tabla 4.4) para encontrar el modelo que cuenta con los estimadores más eficientes. Para el primer caso se compara el modelo pooled contra el modelo anidado, obteniéndose para ambos casos que el modelo que mejor se ajusta a los datos es el pooled, esto debido a que el p value en la prueba de Breusch y Pagan es mayor a 0.05. La prueba de Hausman compara el modelo de efectos fijos contra efectos aleatorios, obteniéndose que el modelo que mejor se ajusta a los datos es el de efectos aleatorios, dado que el p value es mayor a 0.05. Por tanto, la evidencia estadística indica que el modelo que cuenta con estimadores más eficientes es el pooled para ambos casos. Cabe resaltar que se observa una relación negativa entre las variables rentabilidad (ROE y ROA) y el capital de trabajo, las cuales son no significativas estadísticamente. Estos resultados concuerdan con lo indicado por Anton y Afloarei (2020), los cuales indican que la relación entre capital de trabajo y rentabilidad es negativa cuando se pasa el punto de equilibrio del negocio. Asimismo, coincide en cuanto al efecto negativo con lo encontrado por Le (2019) y Wasiuzzaman (2015).

Tabla 4.10. Resultados de pruebas de Breusch y Pagan y Hausman para la variable rentabilidad (ROA y ROE) y capital de trabajo

Variable dependiente	Prueba de Breusch y Pagan (Pooled vs modelo anidado)	Hausman (Efectos fijos vs efectos aleatorios)
ROA	0.00 P value 1.0000	-157.22 P value*
ROE	0.00 P value 1.0000	-15.63 P value *

Nota: * Se obtuvo un resultado no definido.

Fuente y elaboración: Autores de esta tesis.

4.2.2. Resultados

Los resultados obtenidos para las regresiones realizadas se presentan en la Tabla 4.11.

Tabla 4.11. Resultados obtenidos para rentabilidad y capital de trabajo

Variable	Hipótesis 1				Hipótesis 2		Hipótesis 3			
	ROA		ROE		ROA		ROA		ROE	
	Resultado	Significancia	Resultado	Significancia	Resultado	Significancia	Resultado	Significancia	Resultado	Resultado
Grado de cumplimiento de gobierno corporativo	Negativa	Significativa	Negativa	Significativa	Positiva	Significativa				
Capital de trabajo							Negativa	No significativa	Negativa	No significativa

Fuente y elaboración: Autores de la tesis.

CAPÍTULO V. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

Para finalizar la investigación se presentan las conclusiones de acuerdo con los objetivos planteados al inicio de este documento. Asimismo, se presentan las recomendaciones que se deberán tener en cuenta en futuras investigaciones.

5.1. Conclusiones

A continuación, se presentan las conclusiones de cada objetivo planteado.

Objetivo general: *Determinar el impacto de la gestión del capital de trabajo y nivel de rentabilidad en relación con el grado de cumplimiento de Gobierno Corporativo en las empresas cementeras que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima durante los años 2014 – 2021*

A partir de la presente investigación se determinó el impacto de ambas variables independientes (gestión de capital de trabajo y rentabilidad) sobre la variable dependiente (cumplimiento de GC). Esto para empresas cementeras públicas en el periodo de análisis. Para ello se siguieron etapas acordes a cada objetivo específico.

OE1: *Desarrollar un marco conceptual a partir de la revisión de estudio empíricos que explique la aplicación del gobierno corporativo en empresas cementeras en el Perú que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima (BVL)*

La revisión de literatura inició con un estudio de los componentes de la gestión de capital de trabajo en el que se identificaron autores como: Amponsah-Kwatiah y Asiamah (2021), Aminu (2015), Al-Mahmoud y Nobanee (2020), Yon y Lee (2021) y Moles et al. Se estudiaron las características de cuentas por cobrar, inventarios y cuentas por pagar. Se continuó con la revisión de la gestión de capital de trabajo en empresas públicas de Coleman et al. (2020), es decir que cotizan en bolsas bursátiles; específicamente en Nigeria y Ghana.

Más adelante, a partir del estudio de Kr. Ghosh y Gopal (2004), Panigrahi (2017), Aondana y Alematu (2014), Parveen et al. (2014) y Bibi et al. (2019) se revisaron estudios del capital de trabajo aplicados en industrias de cemento.

Posteriormente se revisaron los indicadores de rentabilidad (ROA y ROE) más empleados en estudios financieros y en los estudios de cementeras señalados previamente. Finalmente se identificaron los estudios donde se analiza rentabilidad y/o buen gobierno corporativo en cementeras como los de Ali et al. (2019), Bajaher (2021), Attaf y Bensbahou (2022) y Ullah y Afgan (2016).

***OE2:** Identificar la relación del cumplimiento de Gobierno Corporativo, la rentabilidad y gestión del capital de trabajo de las empresas cementeras en el Perú que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima (BVL)*

Para el caso de la variable ROA se observa una relación inversa, media y significativa con el grado de cumplimiento del buen gobierno corporativo. En el caso de ROE se obtuvo una relación inversa, débil y significativa con el grado de cumplimiento del buen gobierno corporativo. Finalmente, para capital de trabajo se obtuvo una relación directa, débil y no significativa.

Cabe resaltar que se observa una relación negativa entre las variables rentabilidad (ROE y ROA) y el capital de trabajo, las cuales son significativas al 10%. Estos resultados concuerdan con lo indicado por Anton y Afloarei (2020), los cuales indican que la relación entre capital de trabajo y rentabilidad es negativa cuando se pasa el punto de equilibrio del negocio. Asimismo, coincide con lo encontrado por Le (2019) y Wasiuzzaman (2015).

***OE3:** Identificar la relación y la significancia estadística de la rentabilidad y el nivel de cumplimiento del buen gobierno corporativo del sector cementero en el Perú*

Tanto cuando la variable dependiente es ROA como ROE los resultados obtenidos son estadísticamente significativos a un nivel de 0.05 y el impacto es negativo. Es decir, cuando mayor es el grado de cumplimiento de gobierno corporativo la rentabilidad de las empresas cementeras se reduce.

Los resultados obtenidos para ROA indican que, tanto en efectos fijos como aleatorios, el grado de cumplimiento de gobierno corporativo tiene un impacto negativo en la rentabilidad de las empresas cementeras, siendo significativo solo para el caso de efectos aleatorios. Para el caso de ROE, los resultados indican que para efectos fijos el impacto del

grado de cumplimiento del gobierno corporativo es positivo y no significativo, no obstante, para efectos aleatorios el impacto es negativo y significativo.

La evidencia estadística indica que el modelo que cuenta con estimadores más eficientes es el pooled para ambos casos. Los resultados del modelo de efectos aleatorios son opuestos con los obtenidos por Ullah (2018) y Ullah y Afgan (2016) en cuanto al impacto positivo del gobierno corporativo en las finanzas de las empresas.

Sin embargo, la memoria anual del año 2020, para cada una de las empresas cementeras que fueron parte del estudio (Cementos Pacasmayo, Unacem y Yura), detallaron las razones de la caída de sus resultados frente a la crisis sanitaria por el Covid-19, por ello, estas empresas obtuvieron financiamiento a corto plazo para poder aliviar su capital de trabajo, asumiendo un mayor gasto financiero con la finalidad de mitigar los efectos de paralización de su producción. Podemos concluir que la relación negativa se sustenta en el exceso del apalancamiento financiero afectando su margen neto, a pesar de ser consideradas las más grandes dentro del sector cementero y con un correcto cumplimiento de los principios de gobierno corporativo.

***OE4:** Identificar la relación y la significancia estadística del capital de trabajo y el nivel de cumplimiento del buen gobierno corporativo de las empresas cementeras que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima (BVL)*

Los resultados obtenidos son estadísticamente significativos a un nivel de 0.05 y el impacto es positivo. Es decir, cuando mayor es el grado de cumplimiento de gobierno corporativo el capital de trabajo de las empresas cementeras se incrementa.

Los resultados obtenidos indican que, tanto en efectos fijos como aleatorios, el grado de cumplimiento de gobierno corporativo tiene un impacto negativo y no significativo en la rentabilidad de las empresas cementeras. Para el caso de ROE, los resultados indican que para efectos fijos el impacto del grado de cumplimiento del gobierno corporativo es positivo y no significativo en la rentabilidad, no obstante, para efectos aleatorios el impacto es negativo y no significativo.

La evidencia estadística indica que el modelo que cuenta con estimadores más eficientes es el modelo pooled. Los resultados del modelo pooled coinciden con los obtenidos por Abdel

(2015) y Coleman et al. (2018), los cuales obtienen impactos significativos de la aplicación del gobierno corporativo en la eficiencia del manejo del capital de trabajo.

OE5: Identificar la relación y la significancia estadística del rentabilidad y capital de trabajo de las empresas cementeras que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Los resultados del modelo pooled indican que cuando la variable dependiente es ROA como ROE los resultados obtenidos son estadísticamente no significativos y el impacto es negativo. Es decir, cuando mayor es el capital de trabajo con el que cuenta la empresa la rentabilidad de las empresas cementeras se reduce. El R^2 obtenido es de 0.2760 para ROA y de 0.2417 para ROE.

Los resultados obtenidos para ROA indican que, tanto en efectos fijos como aleatorios, el grado de cumplimiento de gobierno corporativo tiene un impacto negativo en la rentabilidad de las empresas cementeras, siendo significativo solo para el caso de efectos aleatorios. Para el caso de ROE, los resultados indican que para efectos fijos el impacto del grado de cumplimiento del gobierno corporativo es positivo y no significativo, no obstante, para efectos aleatorios el impacto es negativo y significativo.

La evidencia estadística indica que el modelo que cuenta con estimadores más eficientes es el pooled para ambos casos. Los resultados obtenidos para el modelo pooled sobre rentabilidad y capital de trabajo concuerdan con lo indicado por Anton y Afloarei (2020), los cuales precisan que la relación entre capital de trabajo y rentabilidad es negativa cuando se pasa el punto de equilibrio del negocio. Asimismo, coincide en cuanto al efecto negativo con lo encontrado por Le (2019) y Wasiuzzaman (2015).

5.2. Recomendaciones

En base a lo obtenido se sugiere lo siguiente:

- Contar con un análisis más amplio en cuanto a tiempo y sectores. Sectores como agrario, mineras, industriales, entre otras que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima. Otra opción podría ser comparar empresas cementeras que coticen en la bolsa de otros países latinoamericanos.

- Se podrían analizar sub variables dentro del grado de cumplimiento del Gobierno Corporativo. Por ejemplo, se podría realizar el análisis por cada uno de los 5 pilares.
- Si bien las variables rentabilidad y gestión del capital de trabajo son importantes dentro del desempeño de una empresa, se podrían considerar dentro del análisis otras variables relevantes como ingresos, patrimonio, activos totales, entre otros.

ANEXOS

ANEXO I: Enfoque y teorías de gobierno corporativo

1. Teoría del agente y el principal

Shrestha et al. (2019) señalan que una relación agente-principal surge cuando el agente es contratado para tomar decisiones gerenciales en nombre del principal. En las finanzas corporativas, las dos relaciones agente-principal fundamentales son las que se dan entre accionistas y gerentes, y entre accionistas y acreedores. La teoría de la agencia analiza estas relaciones centrándose en los costos de agencia de los conflictos entre el principal y el agente.

Conflictos Accionista-Gerente

De acuerdo con el enfoque de la teoría de agencia, aunque la deuda actúa como un dispositivo disciplinario e informativo que reduce los conflictos de interés entre accionistas y gerentes, esta situación se invierte para accionistas y acreedores. Mientras el nivel de inversión de los gerentes permanezca constante, el financiamiento de la deuda aumenta la participación accionaria, lo que reduce los conflictos de interés entre accionistas y gerentes (Harris & Raviv, 1991).

Además, la deuda disminuye los costos de agencia del flujo de efectivo libre al reducir el flujo de efectivo disponible para la gerencia (Jensen, 1986). Los gerentes prefieren no quebrar y, por lo tanto, comparten información detallada con los accionistas relacionada con la quiebra, mientras que los accionistas usan la deuda para obtener información y monitorear a los gerentes (Harris & Raviv, 1990).

Si bien los inversionistas prefieren el pago de dividendos, los gerentes prefieren invertir todas las fuentes disponibles. Por lo tanto, la deuda ayuda a superar este conflicto al disminuir la inversión y obligar a los gerentes a repartir dividendos. El beneficio de la deuda impide que los gerentes inviertan en proyectos que disminuyen el valor, mientras que el costo de la deuda es una oportunidad para que los proyectos aumenten su valor. Jensen (1986) argumenta que la deuda limita los costos de agencia de la discrecionalidad gerencial para las empresas que no tienen fuertes oportunidades de inversión.

Conflictos Accionista-Acreedor

La deuda permite que los accionistas inviertan un dinero que no les pertenece en situaciones difíciles. El conflicto surge debido al incentivo de los accionistas para invertir en proyectos de valor decreciente de alto riesgo. Es así como si la inversión genera un alto rendimiento los accionistas se beneficiarán; mientras que

si la inversión falla los acreedores asumen los costos debido a la responsabilidad limitada. Esto se denomina efecto de sustitución de activos (Jensen & Meckling, 1976).

Si el nivel de deuda actual es muy alto, la empresa puede enfrentar un problema de sobreendeudamiento. Incluso los proyectos altamente rentables que pueden permitir a la empresa reducir el índice de endeudamiento con el tiempo pueden no invertirse ya que la empresa no puede generar deuda nueva (Myers, 1977).

Además, las empresas invierten en proyectos fiables para evitar la pérdida de reputación, mientras que las empresas jóvenes prefieren proyectos de alto riesgo. Dado que las empresas establecidas tendrán una tasa de incumplimiento más baja, la deuda cuesta menos que la de las empresas jóvenes. Es así como se espera que las empresas jóvenes tengan menos deuda (Harris & Raviv, 1991).

A continuación, se definen los costos de agencia que provienen de las fuentes de financiamiento:

Costos de Agencia para el Patrimonio

Los gerentes buscan beneficiarse de la relación de agencia adoptando un comportamiento oportunista, por lo que este conflicto genera costos de agencia de capital que pueden clasificarse en costos de monitoreo, costos de vinculación y pérdida residual (Jensen & Meckling, 1976). El principal usa sistemas de monitoreo para verificar el desempeño del agente incurriendo en costos de monitoreo. Además, los costos de vinculación del contrato surgen cuando los principales minimizan la posibilidad de maltrato de los agentes para mantener los valores alineados con los objetivos del principal. Tanto el principal como el agente intentan minimizar todos los costos y, si lo consiguen, maximizarán sus beneficios. En otras palabras, cuando el agente se enfoca en lograr una estructura de capital óptima, todos los costos se reducirán implementando una mayor eficiencia. No obstante, es posible que aún no se logre la plena eficiencia debido a la pérdida residual que surge del desajuste entre las decisiones del agente y los intereses del principal (Shrestha et al., 2019).

Costos de agencia de la deuda

Para reducir los conflictos de intereses, Jensen y Meckling (1976) proponen aumentar el nivel de deuda. Sin embargo, los costos de agencia de la deuda surgen entre accionistas y acreedores debido a conflictos de intereses entre ellos. Las empresas muy endeudadas abandonan las buenas oportunidades de inversión y soportan los costos de agencia de la deuda debido a las oportunidades perdidas y los términos estrictos de los contratos. En consecuencia, el desarrollo de las oportunidades de crecimiento de una empresa provoca un aumento en los costos de agencia de la deuda y una disminución en los costos de agencia de la gerencia (Shrestha et al., 2019).

2. Teoría instrumental del shareholder o stockholder

O'Connell y Ward (2020) señalan que la teoría de shareholder establece que el objetivo principal de la administración es maximizar el valor para los accionistas. Este objetivo se sitúa por delante de los intereses de otros grupos de interés corporativos, como: empleados, proveedores, clientes y la sociedad.

La teoría de shareholder sostiene que los accionistas son los propietarios finales de los activos de una empresa y, por lo tanto, la prioridad de los gerentes y directorio es proteger y hacer crecer estos activos en beneficio de los accionistas (Wang et al., 2019). Asume que los accionistas valoran los activos corporativos con dos métricas: los dividendos y el precio de las acciones. Por lo tanto, la gerencia debe tomar decisiones que maximicen el valor combinado de los dividendos y los aumentos del precio de las acciones. Sin embargo, esta teoría no tiene en cuenta que los accionistas y las empresas pueden tener otros objetivos que no se basen en el desempeño financiero, como: la cultura empresarial y la innovación (Berle & Means, 1932).

Esto sugiere que los accionistas no sólo están interesados en las ganancias financieras, sino también en que las empresas sean socialmente responsables (Kyriakou 2018). Por lo tanto, la creación de valor para los accionistas es importante; sin embargo, debe equilibrarse con los intereses de otras partes interesadas.

O'Connell y Ward (2020) señalan que el origen de esta teoría proviene de estos aspectos:

- **Estructura empresarial y entorno económico**

El origen de esta teoría se remonta a finales del siglo XVIII, cuando la inversión requerida para financiar empresas manufactureras innovadoras durante la revolución industrial condujo a un cambio en la estructura de las empresas, de las tradicionales pequeñas empresas familiares hasta las grandes corporaciones de propiedad pública con accionistas dispersos y gerentes profesionales. Este cambio condujo a nuevos modos de coordinar la empresa, la tecnología y la planificación.

A partir de la década de 1970, el enfoque de gerencia dio paso a un enfoque creciente en la maximización del valor para los accionistas. Se considera que el entorno económico ha contribuido a este cambio de enfoque. La década de 1970 fue una época desafiante para las corporaciones estadounidenses, ya que experimentaron una disminución de la competitividad debido al auge de las corporaciones extranjeras. El resultado fue una disminución en los precios de sus acciones. La opinión era que las juntas estaban tomando decisiones que beneficiaban a los directores, no a los accionistas. Esto resultó en la promoción generalizada de la maximización de la riqueza de los accionistas como el objetivo principal de las empresas.

Esta razón fue particularmente pertinente en la década de 1980, cuando una ola de actividad de fusiones se extendió por los principales mercados de valores. Además de ser una defensa contra la adquisición, un enfoque en la maximización de la riqueza también condujo a llamados para alinear los incentivos de los directores y los accionistas.

• **Endeudamiento financiero**

Durante la década de 1980, las instituciones financieras se convirtieron en inversionistas de las corporaciones. Esto aumentó la atención de inversionistas bien informados y generó presión sobre los directores para obtener rendimientos altos. Es así como, si no se reportan rendimientos adecuados, las empresas corrían el riesgo de ser adquiridas. Esto cambió las prioridades de las empresas hacia la reducción de costos, la desinversión y la subcontratación, ya que los gerentes hacían lo necesario para cumplir con las expectativas de ganancias (Dallas 2017).

3. Teoría de la dependencia de recursos (TDR)

De acuerdo con Biermann y Harsch (2017), esta teoría parte de la premisa de que las organizaciones están integradas con sus entornos y dependen de recursos externos para operar. El entorno de una organización incluye todas las estructuras, actores y eventos que influyen en sus actividades. Por lo tanto, la TDR conceptualiza las organizaciones como sistemas abiertos (Hatch, 1997).

La perspectiva de los sistemas abiertos enfatiza el carácter relacional de las organizaciones: los recursos adquiridos o entregados al entorno son esenciales para el funcionamiento del sistema. El enfoque de sistemas abiertos contrasta con la visión de que las organizaciones son entidades cerradas y autónomas, que prevaleció en los estudios de gestión hasta finales de la década de 1950.

El entorno de una organización crea oportunidades para adquirir recursos tangibles, como: materias primas, empleados, capital, instalaciones y equipos (Barney, 1991). Los socios de intercambio pueden ser: proveedores, clientes, competidores, sindicatos, reguladores y otros grupos de interés.

Por otro lado, existen los recursos intangibles. La teoría del intercambio social se centró en esta clase de recursos y observó que la expansión gradual del apoyo mutuo va acompañada de un crecimiento paralelo de la confianza, la gratitud y la obligación personal (Blau, 1964). Además, destacó la importancia del respeto, la reputación y especialmente las relaciones interpersonales e interorganizacionales.

Las interacciones organizacionales producen diferentes formas de poder y destacan la legitimidad como un recurso vital que las organizaciones pueden adquirir a través de la cooperación con organizaciones socias (Pfeffer & Salancik 2003; Drees & Heugens 2013). En este contexto, la distinción entre recursos materiales (tangibles) y simbólicos (intangibles) es importante porque su intercambio tiene diferentes implicancias: el intercambio de recursos tangibles tiende a ser mutuamente beneficioso; mientras que el intercambio de recursos simbólicos como la legitimidad puede ser un juego de suma cero si una organización daña sus recursos simbólicos al cooperar con la otra.

Según la TDR, las organizaciones son capaces de cambiar el entorno para influir en su dependencia de los recursos. Se supone que tienen opciones y discrecionalidad considerables; sin embargo, nunca tienen el control total de las condiciones necesarias para asegurar su eficacia y supervivencia (Pfeffer & Salancik, 2003).

4. Teoría instrumental del stakeholder

Parmar et al (2010) indica que esta teoría se inicia desde los años 70 y 80 debido a que se buscaba teorías relacionadas al manejo de empresas. Es así como la teoría de stakeholder comienza en el año 1984 con Edward Freeman, el cual buscaba crear un marco teórico que ayuden a los gerentes ante ambientes turbulentos y de gran cambio (Freeman y Mc Vea, 2001).

Freeman (1984) indica que para entender un negocio es necesario conocer cómo se dan dichas relaciones y cómo cambian en el tiempo, lo cual debe ser manejado de la mejor manera con el fin de crear mayor valor a los stakeholders.

De acuerdo a Parmar et al (2010), la teoría del stakeholder analiza la relación entre el negocio y las partes o individuos afectados. Desde el punto de vista del stakeholder, un negocio es una serie de relaciones entre grupos que tienen inversiones en el negocio (Parmar et al, 2010).en los costos de agencia de la gerencia (Shrestha et al., 2019).

5. Teoría de la administración

La teoría de administración o stewardship es la propuesta por Donaldson (1990) y Barney (1990). En ella se señala que el jefe principal busca realizar un buen trabajo e incrementar los beneficios de la organización donde trabaja, por lo que no hay problema sobre la motivación de dicho personal (Negreira y Negreira, 2008). No obstante, el gerente principal (steward) tiene la motivación de trabajar para conseguir los objetivos organizacionales, por lo que los intereses individuales de los colaboradores están alineados con los de la empresa y de los dueños de la empresa (Negreira y Negreira; 2008).

Por tanto, la autonomía del steward o gerente principal debe ser maximizada, dado que esto incrementará el compromiso, los cuales son similares a los de la organización (Negreira y Negreira; 2008).

En ese sentido, Donaldson y Davis (1991) indican que una empresa requiere de una estructura que le permita ser eficaz, y el CEO debe contar con autoridad reconocida, donde existe una relación positiva entre dirigir sin restricción y los retornos recibidos por los accionistas.

6. Enfoque basado en el conocimiento

El enfoque basado en el conocimiento considera que las empresas deben procesar los conocimientos con los que cuentan, así como los comparten y los transmiten (Barroso et al, 2012).

Según Bueno (1999) este enfoque considera la planificación, coordinación y control de los conocimientos, así como los recursos y capacidades. Para Bañegil y Sanguino (2006) cuando se utiliza correctamente este enfoque, la empresa cuenta con un capital intelectual importante que le permite mejorar sus recursos humanos, tecnológicos y contar con mejores relaciones con el entorno.

ANEXO II: Resultados

ROA y Buen Gobierno Corporativo

```
. reg roa gradodecumplimentogc activos_num, r
```

Linear regression

Number of obs	=	24
F(2, 21)	=	13.24
Prob > F	=	0.0002
R-squared	=	0.5064
Root MSE	=	.01509

roa	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
gradodecumplimentogc	-.0010627	.0002753	-3.86	0.001	-.0016353 -.0004902
activos num	-4.56e-09	1.28e-09	-3.57	0.002	-7.21e-09 -1.90e-09
_cons	.1429459	.0199083	7.18	0.000	.1015443 .1843474

```
. xtreg roa gradodecumplimentogc activos_num, fe
```

Fixed-effects (within) regression

Group variable: empresa_vamr	Number of obs	=	24
	Number of groups	=	3

R-sq:

within = 0.0202	Obs per group:	min =	8
between = 0.9340		avg =	8.0
overall = 0.4731		max =	8

corr(u_i, Xb) = -0.9054

F(2,19)	=	0.20
Prob > F	=	0.8241

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
gradodecumplimentogc	-.0011534	.0018742	-0.62	0.546	-.0050761 .0027692
activos num	-7.97e-09	1.93e-08	-0.41	0.684	-4.84e-08 3.24e-08
_cons	.1660963	.1964298	0.85	0.408	-.245036 .5772285
sigma u	.01071941				
sigma e	.01585346				
rho	.31374595	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(2, 19) = 0.02 Prob > F = 0.9831

```
. xtreg roa gradodecumplimentogc activos_num, re
```

Random-effects GLS regression
Group variable: empresa_valor

Number of obs = 24
Number of groups = 3

R-sq:
within = 0.0184
between = 1.0000
overall = 0.5064

Obs per group:
min = 8
avg = 8.0
max = 8

corr(u_i, X) = 0 (assumed)
Wald chi2(2) = 21.54
Prob > chi2 = 0.0000

roa	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
gradodecumplimentogc	-.0010627	.0003216	-3.30	0.001	-.001693	-.0004325
activos_num	-4.56e-09	1.21e-09	-3.77	0.000	-6.93e-09	-2.19e-09
_cons	.1429459	.0240992	5.93	0.000	.0957124	.1901794
sigma u	0					
sigma e	.01585346					
rho	0	(fraction of variance due to u_i)				

```
. xttest0
```

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

roa[empresa_valor,t] = Xb + u[empresa_valor] + e[empresa_valor,t]

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
roa	.0004214	.0205268
e	.0002513	.0158535
u	0	0

Test: Var(u) = 0
chibar2(01) = 0.00
Prob > chibar2 = 1.0000

```

. hausman fe re

Note: the rank of the differenced variance matrix (1) does not equal the number of
      Examine the output of your estimators for anything unexpected and possibly

      _____ Coefficients _____
      (b)      (B)      (b-B)      sqrt(diag(V_b-V_B))
      fe      re      Difference      S.E.
-----
gradodecum~c  -.0011534  -.0010627  -.0000907  .0018464
activos_num   -7.97e-09  -4.56e-09  -3.42e-09  1.93e-08

      b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
      B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

      chi2(1) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
              =      0.00
      Prob>chi2 =      0.9608

```

ROE y Buen Gobierno Corporativo

```

. reg roe gradodecumplimentogc activos_num, r

Linear regression      Number of obs   =      24
                      F(2, 21)         =      8.70
                      Prob > F          =      0.0018
                      R-squared         =      0.4638
                      Root MSE       =      .03372

```

roe	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
gradodecumplimentogc	-.0022481	.0006724	-3.34	0.003	-.0036465	-.0008497
activos num	-9.13e-09	2.80e-09	-3.27	0.004	-1.49e-08	-3.32e-09
_cons	.2938552	.0529195	5.55	0.000	.1838031	.4039073

```
. xtreg roe gradodecumplimentogc activos_num, fe
```

Fixed-effects (within) regression

Number of obs = 24
 Group variable: empresa_va~r
 Number of groups = 3

R-sq:
 within = 0.0626
 between = 0.1629
 overall = 0.0910

Obs per group:
 min = 8
 avg = 8.0
 max = 8

corr(u_i, Xb) = -0.8898

F(2,19) = 0.63
 Prob > F = 0.5412

roe	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
gradodecumplimentogc	.0020222	.0039445	0.51	0.614	-.0062337 .0102781
activos_num	-2.40e-08	4.06e-08	-0.59	0.561	-1.09e-07 6.10e-08
_cons	.0734586	.4134189	0.18	0.861	-.7918372 .9387544
sigma u	.07616157				
sigma e	.03336623				
rho	.83897556	(fraction of variance due to u_i)			

F test that all u_i=0: F(2, 19) = 1.23 Prob > F = 0.3158

```
. xtreg roe gradodecumplimentogc activos_num, re
```

Random-effects GLS regression

Number of obs = 24
 Group variable: empresa_va~r
 Number of groups = 3

R-sq:
 within = 0.0209
 between = 0.9963
 overall = 0.4638

Obs per group:
 min = 8
 avg = 8.0
 max = 8

corr(u_i, X) = 0 (assumed)

Wald chi2(2) = 18.17
 Prob > chi2 = 0.0001

roe	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
gradodecumplimentogc	-.0022481	.0007185	-3.13	0.002	-.0036562 -.0008399
activos_num	-9.13e-09	2.70e-09	-3.38	0.001	-1.44e-08 -3.84e-09
_cons	.2938552	.0538447	5.46	0.000	.1883215 .3993889
sigma u	0				
sigma e	.03336623				
rho	0	(fraction of variance due to u_i)			

```

. xttest0
Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

roe[empresa_valor,t] = Xb + u[empresa_valor] + e[empresa_valor,t]

Estimated results:

```

	Var	sd = sqrt(Var)
roe	.0019365	.0440061
e	.0011133	.0333662
u	0	0

```

Test: Var(u) = 0
      chibar2(01) = 0.00
      Prob > chibar2 = 1.0000

```

```

. hausman fe re
Note: the rank of the differenced variance matrix (1) does not equal the number of
      Examine the output of your estimators for anything unexpected and possible


```

	Coefficients		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fe	(B) re		
gradodecum~c	.0020222	-.0022481	.0042703	.0038785
activos_num	-2.40e-08	-9.13e-09	-1.49e-08	4.05e-08

```

      b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
      B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

      chi2(1) = (b-B)'[(V b-V_B)^(-1)](b-B)
              = 1.21
      Prob>chi2 = 0.2709

```

Capital de trabajo y Buen Gobierno Corporativo

```
. reg ct gradodecumplimentogc activos_num, r
```

Linear regression

Number of obs	=	24
F(2, 21)	=	13.72
Prob > F	=	0.0002
R-squared	=	0.4449
Root MSE	=	1.5e+05

ct	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
gradodecumplimentogc	7893.667	3410.934	2.31	0.031	800.2414	14987.09
activos_num	.0451785	.0095671	4.72	0.000	.0252826	.0650744
_cons	-313994.9	240343	-1.31	0.206	-813815.6	185825.8

```
. xtreg ct gradodecumplimentogc activos_num, fe
```

Fixed-effects (within) regression

Number of obs	=	24
Group variable: empresa_va~r	Number of groups	= 3

R-sq:

within	=	0.2067
between	=	0.7276
overall	=	0.3400

Obs per group:

min	=	8
avg	=	8.0
max	=	8

corr(u_i, Xb) = -0.9949

F(2,19)	=	2.47
Prob > F	=	0.1109

ct	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
gradodecumplimentogc	12521.36	17163.28	0.73	0.475	-23401.8	48444.52
activos_num	.384491	.17675	2.18	0.042	.014549	.7544331
_cons	-2312021	1798879	-1.29	0.214	-6077118	1453075
sigma u	1070142					
sigma e	145183.98					
rho	.98192686 (fraction of variance due to u_i)					

F test that all u_i=0: F(2, 19) = 2.23 Prob > F = 0.1352

```
. xtreg ct gradodecumplimentogc activos_num, re
```

Random-effects GLS regression
Group variable: empresa_valor

Number of obs = 24
Number of groups = 3

R-sq:
within = 0.0281
between = 0.9974
overall = 0.4449

Obs per group:
min = 8
avg = 8.0
max = 8

corr(u_i, X) = 0 (assumed)
Wald chi2(2) = 16.83
Prob > chi2 = 0.0002

ct	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
gradodecumplimentogc	7893.667	3268.999	2.41	0.016	1486.548 14300.79
activos_num	.0451785	.0122822	3.68	0.000	.0211059 .0692511
_cons	-313994.9	244992.5	-1.28	0.200	-794171.4 166181.6
sigma u	0				
sigma e	145183.98				
rho	0	(fraction of variance due to u_i)			

```
. xttest0
```

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

$$ct[empresa_valor,t] = Xb + u[empresa_valor] + e[empresa_valor,t]$$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
ct	3.87e+10	196777.8
e	2.11e+10	145184
u	0	0

Test: $Var(u) = 0$
chibar2(01) = 0.00
Prob > chibar2 = 1.0000


```

. hausman fe re

Note: the rank of the differenced variance matrix (1) does not equal the number of
      Examine the output of your estimators for anything unexpected and possibly

      _____ Coefficients _____
      (b)      (B)      (b-B)      sqrt(diag(V_b-V_B))
      fe      re      Difference      S.E.
-----
gradodecum~c      12521.36      7893.667      4627.696      16849.09
activos_num      .384491      .0451785      .3393126      .1763228

      b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
      B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

      chi2(1) = (b-B)'[(V b-V_B)^(-1)](b-B)
              =      0.08
      Prob>chi2 =      0.7836

```

ROA y Capital de Trabajo

```

. reg roa ct activos_num, r

Linear regression      Number of obs      =      24
                      F(2, 21)              =      4.40
                      Prob > F                =      0.0254
                      R-squared               =      0.2760
                      Root MSE              =      .01828

+-----+-----+-----+-----+-----+-----+
      roa      Coef.      Robust Std. Err.      t      P>|t|      [95% Conf. Interval]
+-----+-----+-----+-----+-----+-----+
      ct      -2.01e-08      2.20e-08      -0.91      0.371      -6.59e-08      2.57e-08
      activos_num      -3.07e-09      1.67e-09      -1.84      0.079      -6.54e-09      3.92e-10
      _cons      .0715191      .0097867      7.31      0.000      .0511665      .0918716

```

```

. xtreg roa ct activos_num, fe

Fixed-effects (within) regression              Number of obs   =       24
Group variable: empresa_valor                Number of groups =        3

R-sq:                                         Obs per group:
  within = 0.0164                             min =           8
  between = 0.4287                            avg =           8.0
  overall = 0.2203                            max =           8

corr(u_i, Xb) = -0.4385                      F(2,19)         =       0.16
                                              Prob > F        =       0.8549

```

roa	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ct	1.37e-08	2.48e-08	0.55	0.588	-3.82e-08	6.55e-08
activos_num	-6.15e-09	1.83e-08	-0.34	0.741	-4.45e-08	3.22e-08
_cons	.0714422	.0864497	0.83	0.419	-.1094992	.2523835
sigma_u	.01462015					
sigma_e	.01588408					
rho	.45863616 (fraction of variance due to u_i)					

```

F test that all u_i=0: F(2, 19) = 4.40                Prob > F = 0.0268

```

```

. xttest0

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

roa[empresa_valor,t] = Xb + u[empresa_valor] + e[empresa_valor,t]

Estimated results:

```

	Var	sd = sqrt(Var)
roa	.0004214	.0205268
e	.0002523	.0158841
u	0	0

```

Test:  Var(u) = 0
      chibar2(01) = 0.00
      Prob > chibar2 = 1.0000

```

```
. hausman fe re
```

	— Coefficients —		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fe	(B) re		
ct	1.37e-08	-2.01e-08	3.38e-08	9.16e-09
activos_num	-6.15e-09	-3.07e-09	-3.08e-09	1.82e-08

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(2) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
= **-157.22** chi2<0 ==> model fitted on these data fails to meet the asymptotic assumptions of the Hausman test; see [suest](#) for a generalized test

ROE y Capital de Trabajo

```
. reg roe ct activos_num, r
```

Linear regression

Number of obs	=	24
F(2, 21)	=	3.46
Prob > F	=	0.0501
R-squared	=	0.2417
Root MSE	=	.0401

roe	Coef.	Robust Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
ct	-4.43e-08	4.58e-08	-0.97	0.344	-1.40e-07 5.09e-08
activos_num	-5.92e-09	3.12e-09	-1.89	0.072	-1.24e-08 5.77e-10
_cons	.143194	.024676	5.80	0.000	.0918774 .1945106

```
. xtreg roe ct activos_num, fe
```

Fixed-effects (within) regression
Group variable: **empresa_va~r**

Number of obs = **24**
Number of groups = **3**

R-sq:
within = **0.1053**
between = **0.3808**
overall = **0.2024**

Obs per group:
min = **8**
avg = **8.0**
max = **8**

corr(u_i, Xb) = **-0.9749**
F(2,19) = **1.12**
Prob > F = **0.3474**

roe	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ct	5.53e-08	5.08e-08	1.09	0.290	-5.11e-08	1.62e-07
activos_num	-5.24e-08	3.76e-08	-1.39	0.179	-1.31e-07	2.63e-08
_cons	.3280009	.1774081	1.85	0.080	-.0433186	.6993204
sigma_u	.1391125					
sigma_e	.03259658					
rho	.94795267	(fraction of variance due to u_i)				

F test that all u_i=0: F(2, 19) = **6.39** Prob > F = **0.0075**

```
. xtreg roe ct activos_num, re
```

Random-effects GLS regression
Group variable: **empresa_va~r**

Number of obs = **24**
Number of groups = **3**

R-sq:
within = **0.0050**
between = **0.5879**
overall = **0.2417**

Obs per group:
min = **8**
avg = **8.0**
max = **8**

corr(u_i, X) = **0** (assumed)
Wald chi2(2) = **6.69**
Prob > chi2 = **0.0352**

roe	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
ct	-4.43e-08	5.05e-08	-0.88	0.380	-1.43e-07	5.46e-08
activos_num	-5.92e-09	3.76e-09	-1.58	0.115	-1.33e-08	1.44e-09
_cons	.143194	.0218456	6.55	0.000	.1003773	.1860106
sigma_u	0					
sigma_e	.03259658					
rho	0	(fraction of variance due to u_i)				

```
. xttest0
```

Breusch and Pagan Lagrangian multiplier test for random effects

$$\text{roe}[\text{empresa_valor},t] = Xb + u[\text{empresa_valor}] + e[\text{empresa_valor},t]$$

Estimated results:

	Var	sd = sqrt(Var)
roe	.0019365	.0440061
e	.0010625	.0325966
u	0	0

Test: Var(u) = 0

chibar2(01) = 0.00
Prob > chibar2 = 1.0000

```
. hausman fe re
```

	— Coefficients —		(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) S.E.
	(b) fe	(B) re		
ct	5.53e-08	-4.43e-08	9.96e-08	5.88e-09
activos_num	-5.24e-08	-5.92e-09	-4.65e-08	3.74e-08

b = consistent under Ho and Ha; obtained from xtreg
B = inconsistent under Ha, efficient under Ho; obtained from xtreg

Test: Ho: difference in coefficients not systematic

chi2(2) = (b-B)'[(V_b-V_B)^(-1)](b-B)
= -15.63 chi2<0 ==> model fitted on these
data fails to meet the asymptotic
assumptions of the Hausman test;
see [suest](#) for a generalized test

BIBLIOGRAFÍA

- Abdel, N. (2015). Effect of Corporate Governance on Working Capital Management and Financial Performance. Recuperado de: https://atasu.journals.ekb.eg/article_50002_4d66a39d425b78b8bd90aa13a1d7cb4c.pdf
- Abdul R. Mohamed N. (2007). Working Capital Management and Profitability – Case of Pakistani Firms. *International Review of Business Research Papers* Vol.3 No.1, pp.279- 300.
- Absi, J., Calle, D., Chalca, J. & Vásquez, D. (2017). Plan de negocio para la implementación de una planta de cemento en la Región Cusco. Recuperado de: <https://repositorio.esan.edu.pe/handle/20.500.12640/1285>
- Afrifa G., Padachi K., (2016). "Working capital level influence on SME profitability", *Journal of Small Business and Enterprise Development*, Vol. 23 Iss 1 pp. 44 – 63 <http://dx.doi.org/10.1108/JSBED-01-2014-0014>
- Aguirre, C., Barona, C. y Dávila, G. (2020). La rentabilidad como herramienta para la toma de decisiones: análisis empírico en una empresa industrial. Recuperado de: https://revistas.upeu.edu.pe/index.php/ri_vc/article/view/1396
- Agüero, C., Alvarez, M., Castillo, L., Vargas, E. (2021). El capital de trabajo y su efecto en la rentabilidad de las empresas que cotizan en la Bolsa de Valores de Lima (BVL). Un análisis trimestral por sectores en el periodo 2010-2019, 41 – 85.
- Ali, S.T., Yang, Z., Sarwar, Z. & Ali, F. (2019). The impact of corporate governance on the cost of equity: Evidence from cement sector of Pakistan. *Asian Journal of Accounting Research*, Vol. 4 No. 2, pp. 293-314. <https://doi.org/10.1108/AJAR-08-2019-0062>
- Al-Mahmoud, M. & Nobanee, Haitham (2020). Sustainability and Accounts Receivable Management: A Mini-Review. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3538711> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3538711>
- Alva, A., Paredes, E., Pintado, O., Uceda, A. & Ventura, H. (2019). Propuesta de un sistema de gestión de recursos humanos para la industria cementera: el caso de Cementos

Pacasmayo S.A.A. Recuperado de:
<https://repositorio.esan.edu.pe/handle/20.500.12640/1545>

- Aminu, Y. (2015). A Review of Anatomy of Working Capital Management Theories and the Relevant Linkages to Working Capital Components: A Theoretical Building Approach. *European Journal of Business and Management* www.iiste.org. ISSN 2222-1905 (Paper) ISSN 2222-2839 (Online) Vol.7, No.2, 2015
- Amponsah-Kwatiah, K. & Asiamah, M. (2021). Working capital management and profitability of listed manufacturing firms in Ghana. *International Journal of Productivity and Performance Management*. Vol. 70 No. 7, pp. 1751-1771. <https://doi.org/10.1108/IJPPM-02-2020-0043>
- Anton, S., & Afloarei Nucu, A. (2020). *The Impact of Working Capital Management on Firm Profitability: Empirical Evidence from the Polish Listed Firms*. *Journal of Risk and Financial Management*, 14(1), 9. doi:10.3390/jrfm14010009
- Antony, N., Lestari, M., Amal, M., Aziz, L. y Alhidayatullah, A. (2022). The Effect of Good Corporate Governance on Profitability and Its Implications on Company Value. Recuperado de: <https://eudl.eu/pdf/10.4108/eai.10-8-2022.2320780>
- Aondana, P. & Alematu, A. (2014). IMPACT OF WORKING CAPITAL ON THE PROFITABILITY OF THE NIGERIAN CEMENT INDUSTRY. *European Journal of Accounting Auditing and Finance Research*. Vol.2, No.7, pp.17-30.
- ASOCEM (2023). Reporte Estadístico Mensual. Industria del cemento en Perú. Recuperado de: <http://www.asocem.org.pe/noticias-nacionales/reportes-estadistico-mensual-enero-2023>
- Attaf, W. & Bensbahou, A. (2022). The Role of Internal Audit Governance in Supporting Competitive Advantage in Companies: A field study on Companies Operating in the Cement Industry in Aden Governorate (Yemen). *African Scientific Journal*, 3(14), 001. <https://doi.org/10.5281/zenodo.7101897>

- Awadh, A. y Abdul, A (2015) Bank performance and board of directors attributes by Islamic banks. *International Journal of Islamic and Middle Eastern Finance and Management*. Vol. 8, pp 291-309.
- Bajaher, M. (2021). Corporate Governance and Financial Performance: An Empirical Study on Cement Companies Listed in Saudi Stock Market. *Jerash for Research and Studies Journal*. جرش مجلة. Vol. 20: Iss. 2, Article 13: والدراسات للبحوث. Available at: <https://digitalcommons.aaru.edu.jo/jpu/vol20/iss2/13>
- Bañegil, T. y Sanguino, R. (2006). Intellectual capital within Iberian municipalities (network). *Journal of Knowledge Management*, 10 (5), 55-64.
- Barney, J. (1990). The debate between traditional management theory and organizational economics: substantive differences or intergroup conflict? *Academy of Management Review*, 15, 382-393.
- Barney, J. (1991). Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. *Journal of Management*, 17 (1), 99–120.
- Barroso, A., Sanguino, R. y Bañegil, T. (2012). El enfoque basado en el conocimiento en las empresas familiares. Recuperado de: <https://www.redalyc.org/pdf/4560/456045214005.pdf>
- Berle, A., & Means, G. (1932). *The modern corporation and private property*. New York: Macmillan.
- Bhayani, S. y Ajmera, B. (2022). Effect of Productivity on Profitability of Selected Cement Manufacturing Companies in India: A Panel Data Analys. 74. 44-54. Recuperado de: https://www.researchgate.net/publication/357955606_Effect_of_Productivity_on_Profitability_of_Selected_Cement_Manufacturing_Companies_in_India_A_Panel_Data_Analys
- Bibi, R., Ahmad, F., & Aamir, M. (2019). An empirical analysis of the impact of working capital management on the firm performance in cement and ceramics industry of Pakistan- A panel approach. *Journal of Applied Economics and Business Studies*, Volume. 3, Issue 1 (2019) 79-90 <https://doi.org/10.34260/jaeb.315>

- Biermann, R. & Harsch, M. (2017). Resource Dependence Theory. In: Koops, J., Biermann, R. (eds) Palgrave Handbook of Inter-Organizational Relations in World Politics. Palgrave Macmillan, London. https://doi.org/10.1057/978-1-137-36039-7_6
- Blau, P. M. (1964). Exchange and Power in Social Life. New Brunswick: Transaction Publishers.
- Boisjoly, R. P., Conine, T. E., & McDonald, M. B. (2020). Working capital management: Financial and valuation impacts. *Journal of Business Research*, 108, 1–8. doi:10.1016/j.jbusres.2019.09.025
- Bueno, E. (1999). Dirección del conocimiento y aprendizaje: creación, distribución y medición de intangibles. Madrid: Instituto Universitario Euroforum Escorial.
- Bueno, E., Bilbao, J., Oyanguren, N. & Zúñiga, C. (2020). Propuesta de mejora del centro de distribución de la empresa cementera DURACEM. Recuperado de: <https://repositorio.esan.edu.pe/handle/20.500.12640/2204>
- CAF. (2010). Lineamientos para un código andino de gobierno corporativo. Caracas: CAF. Recuperado de: <http://scioteca.caf.com/handle/123456789/703>
- Castaño, C., Acevedo, S., Madrid, F. y Soto, E. (2016). Rendimiento financiero en empresas productoras de cemento, cal y yeso de Antioquia en el periodo 2008 al 2013 y su relación con el PIB del sector manufacturero. *Revista Science Of Human Action*, 1(1), 8-36.
- Chavarín, R. (2019). Factores tradicionales de gobierno corporativo y rentabilidad de la banca comercial en México.
- Coleman, M., Wu, M., & Baidoo, M. (2020). Corporate Governance and Working Capital Policy: An Unobserved Influence. *Emerging Economy Studies*, 239490152090771. doi:10.1177/2394901520907710
- Cornejo, R., Dávila, J., Benavente, P., Carbajal, D. y Eche, C. (2019). Impacto del gobierno corporativo en la rentabilidad de los bancos del Perú. Recuperado de: https://repositorio.esan.edu.pe/bitstream/handle/20.500.12640/1645/SGD_79.pdf

- Cornejo, R., Dávila, J., Benavente, P., Carbajal, D. y Eche, C. (2019). Impacto del Gobierno Corporativo en la Rentabilidad de los Bancos del Perú. Recuperado de: https://repositorio.esan.edu.pe/bitstream/handle/20.500.12640/1645/SGD_79.pdf
- Dallas, L. L. (2017). Is there hope for change: The evolution of conceptions of good corporate governance. *San Diego Law Review*, 54, 491.
- Deloitte (s.f.). ¿Qué es el gobierno corporativo? Recuperado de: <https://www2.deloitte.com/es/es/pages/governance-risk-and-compliance/articles/que-es-el-gobierno-corporativo.html>
- Donaldson, L. (1990). The ethereal hand: organizational economics and management theory. *Academy of Management Review*, 15, 369-381.
- Donaldson, L. y Davis, J. (1991) Stewardship Theory or Agency Theory. *Australian Journal of Management*, 16, 49-64. <http://dx.doi.org/10.1177/031289629101600103>
- Drees, J. M., & Heugens, P. P. (2013). Synthesizing and Extending Resource Dependence Theory: A Meta-Analysis. *Journal of Management*, 20(10), 1–33.
- Fallatah, Y. & Dickins, D. (2012). *African Journal of Business Management* Vol.6 (36), pp. 10025-10034. Available online at <http://www.academicjournals.org/AJBM> DOI: 10.5897/AJBM12.008
- Flores, J. y Rozas, A. (s.f.). El gobierno corporativo: un enfoque moderno. Recuperado de: https://sisbib.unmsm.edu.pe/bibvirtualdata/publicaciones/quipukamayoc/2008_1/a02.pdf
- Freeman, E. y Mc Vea, J. (2001). A Stakeholder approach to strategic management. Recuperado de: https://www.researchgate.net/publication/228320877_A_Stakeholder_Approach_to_Strategic_Management
- Freeman, R. (1984). *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Boston: Pitman Publishing Inc.

- Ganesan, V. (2007), “An analysis of working capital management efficiency in telecommunication equipment industry”, *River Academic Journal*, Vol. 3 No. 2, pp. 1-10
- Gill, A. & Biger, N. (2013). The impact of corporate governance on working capital management efficiency of American manufacturing firms, *Managerial Finance*, Vol. 39 Issue: 2, pp.116-132, doi:10.1108/03074351311293981
- Harris, M., & Raviv, A. (1990). Capital Structure and the Informational Role of Debt. *The Journal of Finance*, 45(2), 321-349.
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The Theory of Capital Structure. *The Journal of Finance*, 46(1), 297-355
- Hatch, M. J. (1997). *Organization Theory. Modern, Symbolic, and Postmodern Perspectives*. Oxford: Oxford University Press.
- Hidalgo, L. (2020). Gobierno Corporativo: ¿Por qué es un pilar fundamental para el crecimiento y la gestión de riesgos en una organización? Recuperado de: https://www.ey.com/es_pe/risk/gobierno-corporativo-pilar-crecimiento
- Hsiao, C. (1985). Benefits and limitations of panel data. *Econometric Reviews*, 4(1), 121–174. doi:10.1080/07474938508800078
- Hsiao, C. (2007). Panel data analysis—advantages and challenges. *TEST*, 16(1), 1–22. doi:10.1007/s11749-007-0046-x
- Hünermund, P., y Louw, B. (2020). On the nuisance of control variables in regression analysis. arXiv preprint arXiv:2005.10314.
- INEI (2021). PBI de las Actividades Económicas, por años. Recuperado de: <https://m.inei.gob.pe/estadisticas/indice-tematico/pbi-de-las-actividades-economicas-por-anos-9096/>
- Jamal, S. & Mahmood, W. (2018). Impact of Corporate Governance & Capital Structure on Firm Financial Performance: Evidence from Listed Cement Sector of Pakistan *Journal of Resources Development and Management*.

- Jensen, M. C. (1986). Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Kayani, U. N., De Silva, T.-A., & Gan, C. (2018). Working capital management and corporate governance: a new pathway for assessing firm performance. *Applied Economics Letters*, 1–5. doi:10.1080/13504851.2018.1524123
- Khan, A., Saleem, M., Shad, F., Nadir, F. y Khattak, F. (2022). The impact of Corporate Governance on dividend policy of Pakistan Stock Exchange listed companies (a case of cement sector). *Journal of Positive School Psychology*. Vol 6, No 12, 458 – 471.
- Kr. Ghosh, S. & Gopal, S. (2004). Working capital management efficiency: A study on the Indian cement industry. Recuperado de: https://www.academia.edu/download/35753207/Working_capital_management_efficiency.pdf
- Kyriakou, S. (2018). Advisors may lose clients if they ignore ethical investments. FTAdvisor, Financial Times Limited. <https://www.ftadviser.com/investments/2018/10/03/advisers-may-lose-clients-if-they-ignore-ethical-investments/>
- Le, B. (2019). *Working capital management and firm's valuation, profitability and risk*. *International Journal of Managerial Finance*, 15(2), 191–204. doi:10.1108/ijmf-01-2018-0012
- Lefort, F. (2003). Gobierno corporativo: ¿Qué es? Y ¿Cómo andamos por casa? Recuperado de: <https://www.scielo.cl/pdf/cecon/v40n120/art02.pdf>
- López, C. y Patilongo, M. (2022). El buen gobierno corporativo y su impacto en la rentabilidad de las empresas de seguridad electrónica en Lima Metropolitana, año 2020. Recuperado de: https://repositorio.usmp.edu.pe/bitstream/handle/20.500.12727/9885/lopez_vcapatilongo_cmb.pdf?sequence=1&isAllowed=y

- Mahmood, F., Han, D., Ali, N., Mubeen, R., & Shahzad, U. (2019). *Moderating Effects of Firm Size and Leverage on the Working Capital Finance–Profitability Relationship: Evidence from China*. *Sustainability*, 11(7), 2029. doi:10.3390/su11072029
- Masu, B., Hassan, D., Magaji, S. & Musa, I. (2022). Privatisation and Corporate Governance Efficiency: Liquidity Ratio Assessment of the Nigerian Cement Industry. DOI: <https://doi.org/10.18311/sdmimd/2022/30964>
- Moles, P., Parriso, R. & Kidwell, D. (2011). *Corporate finance (European ed.)*, John Wiley and Sons.
- Montero. R (2005). Test de Hausman. Documentos de Trabajo en Economía Aplicada. Universidad de Granada. España. Recuperado de: <https://www.ugr.es/~montero/matematicas/hausman.pdf>
- Montero. R (2011). Efectos fijos o aleatorios: test de especificación. Documentos de Trabajo en Economía Aplicada. Universidad de Granada. España. Recuperado de: <https://www.ugr.es/~montero/matematicas/especificacion.pdf>
- Muchaendepi, W., Mbohwa, C., Hamandishe, T., & Kanyepe, J. (2019). Inventory Management and Performance of SMEs in the Manufacturing Sector of Harare. *Procedia Manufacturing*, 33, 454–461. doi:10.1016/j.promfg.2019.04.056
- Myers, S. C. (1977). Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175.
- Negreira, F. y Negreira, J. (2008). Alternativas de gobierno de la empresa de propiedad familiar en su evolución ligada al tránsito generacional bajo las perspectivas de la teoría de la agencia y de la teoría del "stewardship". *Estableciendo puentes en una economía global*, Vol. 1, 2008-01-01 (Ponencias), ISBN 978-84-7356-556-1, pag. 69.
- Ninahuanca, C. (2021). El sector construcción genera más de un millón de empleos al año. Recuperado de: <https://elperuano.pe/noticia/121379-el-sector-construccion-genera-mas-de-un-millon-de-empleos-al-ano>
- OCDE (2016). *Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20*. Recuperado de: <https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/37191543.pdf>

- O'Connell, M. & Ward, A.M. (2020). Encyclopedia of sustainable management, 2020 – Springer. Recuperado de: https://link.springer.com/content/pdf/10.1007/978-3-030-02006-4_49-1.pdf
- Organización para la Cooperación y Desarrollo Económicos (2016). Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE y del G20, Éditions OCDE, Paris. <http://dx.doi.org/10.1787/9789264259171-es>
- Panigrahi, A. (2017). Working Capital Management Efficiency of Indian Cement Industry (January 31, 2017). NMIMS Journal of Economics And Public Policy Volume II, January 2017, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2914312>
- Parmar, B., Freeman, E., Harrison, J., Wicks, A., Colle, S. y Purnell, L. (2010). Stakeholder theory: the state of the art. Recuperado de: <https://core.ac.uk/download/pdf/346447581.pdf>
- Parveen, S., Khattak, J., Qayyum, H. & Afzal, I. (2014). Impact of Working Capital Management on the Profitability of the Cement Sector of Pakistan. International Journal of Management Sciences and Business Research, Vol-3, Issue 11, 2014, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2731054>
- Pfeffer, J., & Salancik, G. R. (2003). The External Control of Organizations. A Resource Dependence Perspective. Stanford: Stanford University Press, 2 online ed.
- Pirttilä, M., Virolainen, V. M., Lind, L., & Kärri, T. (2019). Working capital management in the Russian automotive industry supply chain. International Journal of Production Economics. doi:10.1016/j.ijpe.2019.08.00
- Rath, S., Tripathy, A., & Tripathy, A. R. (2020). Prediction of new active cases of coronavirus disease (COVID-19) pandemic using multiple linear regression model. Diabetes & Metabolic Syndrome: Clinical Research & Reviews. doi:10.1016/j.dsx.2020.07.045
- Ross, S., Westerfield, R. y Jaffe, J. (2012). Finanzas corporativas. 9a edición. McGraw-Hill
- Sánchez, J. (2002). Análisis de rentabilidad de la empresa. Recuperado de: <http://ciberconta.unizar.es/leccion/anarenta/analisisr.pdf>

- Shrestha, A., Tamošaitienė, J., Martek, I., Hosseini, M. R., & Edwards, D. J. (2019). A Principal-Agent Theory Perspective on PPP Risk Allocation. *Sustainability*, 11(22), 6455. doi:10.3390/su11226455
- Su, X., Yan, X., & Tsai, C.-L. (2012). Linear regression. *Wiley Interdisciplinary Reviews: Computational Statistics*, 4(3), 275–294. doi:10.1002/wics.1198
- Superintendencia del Mercado de Valores (2013). Código de buen gobierno corporativo para las sociedades peruanas. Recuperado de: <https://www.smv.gob.pe/ConsultasP8/temp/GobCorporativo2013.pdf>
- Ullah, M. (2018). Impact of corporate governance on capital structure, financial performance and risk of firms of Karachi Stock Exchange. Recuperado de: <http://pr.hec.gov.pk/jspui/bitstream/123456789/16056/1/Mahboobullah%20finance%202020%20preston%20kohat.pdf>
- Ullah, M. y Afgan, N. (2016). The impact of Corporate Governance on Financial Performance of Pakistan's Cement Manufacturing Firms. Recuperado de: https://qurtuba.edu.pk/jms/default_files/JMS/special_edition/1%20EIEF/01%2001-14%20Mahboob%20ullah.pdf
- Van Horne, J. & Wachowicz, J. (2010) *Fundamentos de Administración Financiera*. México: Pearson.
- Wang, F., Xu, S., Sun, J., & Cullinan, C. P. (2019). CORPORATE TAX AVOIDANCE: A LITERATURE REVIEW AND RESEARCH AGENDA. *Journal of Economic Surveys*. doi:10.1111/joes.12347
- Yoon, T.-J., & Lee, D.-M. (2021). A Study on the Effect of Representative Competency of SMEs on Accounts Receivable Management and Management Performance. *Journal of Digital Convergence*, 19(1), 107–115. <https://doi.org/10.14400/JDC.2021.19.1.107>
- Sharma, A. K., y Kumar, S. (2010). Effect of Working Capital Management on Firm Profitability. *Global Business Review*, 12(1), 159–173. doi:10.1177/097215091001200110

Wasiuzzaman, S. (2015). Working Capital and Profitability in Manufacturing Firms in Malaysia: An Empirical Study. *Global Business Review*, 16(4), 545–556. doi:10.1177/0972150915581098

Akinlo, O. (2012). Effect of Working Capital on Profitability of Selected Quoted Firms in Nigeria. *Global Business Review*, 13(3), 367–381. doi:10.1177/097215091201300301

Superintendencia del Mercado de Valores (s.f.a). Memoria Anual. Recuperado de: https://www.smv.gob.pe/SIMV/Frm_Memorias?data=520FE826006982B0E5EA28C44836DFD5D328C975B7

Superintendencia del Mercado de Valores (s.f.b). Información financiera. Recuperado de: https://www.smv.gob.pe/SIMV/Frm_InformacionFinanciera?data=A70181B60967D74090DCD93C4920AA1D769614EC12

