



## La Estructura Accionarial de la Sociedades Empresariales en el Perú: Estudio sobre la propiedad y el control

Juan José Garrido Koechlin

Escuela de Post Grado - Universidad San Ignacio de Loyola

### Sumario

*Introducción.*- 1. Fin y objetivo de la investigación.- 2.  
Importancia de la investigación.- 3. Marco teórico.- 4. Estudio  
exploratorio.- 5. Formulación de las preguntas de investigación.-  
6. Propuesta método lógica.- Conclusiones.- Bibliografía

### Introducción

Considerable parte de la literatura académica y de investigación empírica relaciona los mercados de capitales con los sistemas auto-regulatorios de Gobierno Corporativo.

Diversos estudios demuestran que los inversionistas no solo analizan las estructuras de gobierno de una empresa, antes de realizar una negociación, sino también el hecho que están dispuestos a pagar un **premium**<sup>1</sup> por acciones de empresas que se encuentren adheridas a cualquiera de los sistemas antes mencionados. Gobierno Corporativo es un factor importante de decisión para un inversionista en Norte América, Europa o Asia a la hora de realizar una inversión. El tema en cuestión se ha globalizado; y por ello, mercados de valores de países desarrollados se encuentran postulando principios y códigos de adhesión, buscando ser parte de la plaza objetivo de dichos inversionistas.

---

<sup>1</sup> McKinsey & Company "Global Investor Opinion Survey: Key Findings" Julio, 2002

Sin embargo, parte de la literatura académica postula (para países emergentes o

economías en vías de desarrollo) necesidades de institucionalizar adecuadamente estamentos regulatorios, sistemas judiciales y reglas claras antes de formalizar dichos principios y códigos. Black (2001) argumenta la necesidad de crear condiciones preexistentes a los Mercados de Valores a través de la información y la confianza; La Porta

et al (2002) afirma que las protecciones legales a las cuales los accionistas minoritarios puedan tener acceso es fundamental en el desarrollo de los sistemas de Buen Gobierno Corporativo. Está demostrado que dichas prácticas de Buen Gobierno han contribuido en fortalecer los mercados de valores y con ello han facilitado el crecimiento de los países desarrollados, sobre todo los de origen anglo-sajón. ¿Por qué estos beneficios no se han trasladado de igual manera a economías en desarrollo, las cuales han adoptado en algunos casos sistemas de gobierno similares?

Una respuesta, a esta interrogante, se encuentra en el hecho que la corporación moderna planteada por Berle y Means <sup>2</sup>(aquella en la que gerentes usurpan el poder de la empresa debido a la dispersión de la propiedad en manos de múltiples accionistas minoritarios) no ha trascendido la barrera de Norte América y el Reino Unido (La Porta et al, 1998, 1999; Reese y Weisbach, 2000; Bebchuk y Roe, 1999). En las economías emergentes, la concentración de propiedad es muy alta, en algunos casos hasta excesiva, y de ello dan cuenta los inversionistas al decidir el destino de sus colocaciones.

El presente estudio aborda los temas de concentración de propiedad y la separación de ésta y el control en empresas peruanas. Creemos fundamental realizar dicho estudio antes de abordar temas de gobierno concernientes con la aplicación de dichos sistemas propios de aquellas economías donde las bases propuestas por la literatura han sido ya asumidas (Black, 2001).

Nuestro propósito en el presente trabajo es exponer el Proyecto de Tesis Doctoral, el cual se llevará a cabo siguiendo los lineamientos propuestos en este estudio. Para ello, se utilizará el Estudio Exploratorio (desarrollado y explicado líneas abajo), con lo cual creemos haber sincerado la realidad de la Concentración de Propiedad en el Perú, y el cual nos servirá como punto de referencia a fin de investigar la separación de control y propiedad en el Perú, sus consecuencias en cuanto a los Grupos de Poder y sus relaciones con factores corporativos.

---

<sup>2</sup> Berle, A. y Means, C. "The Modern Corporation and Private Property" 1932.

## **1. Fin y objetivo de la Investigación.**

El estudio propuesto consiste en analizar la separación de propiedad y control, propuesta por Berle y Means (1932), en cuanto a los alcances de posesión de las acciones (propiedad) y de la gestión de dichas empresas (control). Dicho análisis nos permitirá determinar con mayor exactitud la propensión existente en las empresas peruanas a participar de prácticas de negocios equivocadas, producto de la concentración de propiedad ya evidenciada en el Estudio Exploratorio que veremos a continuación. La unidad de análisis se encuentra entonces en un estudio previo sobre la concentración vertical, es decir, intra-empresas de la propiedad en las acciones de la muestra estudiada y presentada.

La concentración de propiedad delimita los marcos de acción dentro de los cuales existirá coherencia en la adhesión a los principios de gobierno propuestos. Entender los mecanismos por los que se produce la separación de control y propiedad necesariamente implica analizar previamente la concentración de esta última; dado que ella es el mecanismo central por el cual los incentivos son creados a fin de garantizar el flujo eficiente de los recursos a través de una organización (Blair, 1995).

Hemos realizado un Estudio Exploratorio con la finalidad de analizar los alcances de la concentración en las empresas peruanas. De dicho análisis, se desprenden las preguntas relacionadas a la determinación del problema. En este caso, los problemas se desarrollan alrededor de los siguientes temas: los Propietarios, los Gestores (o Controladores), los Grupos de Poder y de las posibles implicancias que pueden existir entre la concentración de propiedad y factores empresariales tales como el tamaño de la empresa, los sectores de actividad y resultados de las mismas.

El objetivo principal es el de presentar el Proyecto de Tesis Doctoral dirigido a esclarecer los temas relacionados con los problemas arriba descritos, en el marco del "II Coloquio Doctoral del Consejo Latinoamericano de Escuelas de Administración (CLADEA)" a fin de recabar información concerniente a mejoras en la metodología, en la formulación de las preguntas de investigación, y en general, en diversos aspectos relacionados al presente trabajo de investigación.

## **2. Importancia de la Investigación.**

La globalización a inducido a muchos países en adoptar estándares de Gobierno Corporativo los cuales, lamentablemente, no se están implementando adecuadamente, sobre todo en países emergentes como el nuestro (Palepu et al, 2002). En el Perú, los esfuerzos por implementar dichas prácticas han traído consigo la publicación del texto presentado por CONASEV y otros<sup>3</sup>; el cual, se

---

<sup>3</sup> CONASEV y otros "Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas" Julio, 2002

presenta como una alternativa de auto-regulación en un mercado falto de cuestionar las necesidades y razones a dicha implantación. Diversa literatura académica demuestra los ejemplos de concentración de propiedad en la mayoría de países de Europa, Asia, y América Latina; países donde dicha concentración ha impedido la implementación real de dichos principios de buen gobierno (La Porta et al, 1998).

La concentración de propiedad, es en principio, una limitación al desarrollo de estos sistemas de Buen Gobierno debido a diversos factores que veremos a continuación, por lo que dicho análisis nos permitiría corregir los planteamientos *ex ante* de Gobierno Corporativo y aquellos *ex post* concernientes a los propietarios, los gestores, y los Grupos de Poder. La importancia entonces es doble: nos permite por un lado proponer mejoras a las propuestas de Buen Gobierno Corporativo en lo que a marcos regulatorios se refiere, ajustando estas a las necesidades de nuestra realidad (Black, 2001); y por el otro, entender los mecanismos en los que se desarrollan aquellas variables concernientes a los usuarios finales de dichas prácticas: propietarios, directivos, gestores y otros grupos de interés social.

Del estudio de concentración de propiedad se desprenden dos áreas de interés exploratorio: la primera, analizar la separación de propiedad y control; la segunda, formular un modelo que explique las relaciones de ésta concentración y factores propios de las empresas, como son los resultados, el tamaño de la empresa o los sectores en los que participa. La primera acción es importante toda vez que es necesario saber quienes son los propietarios de las empresas en cuanto a clases: familias, corporaciones (nacionales o extranjeras), Grupos de Poder, bancos o instituciones financieras, o inversionistas institucionales (Koke, 1999; Faccio y Long, 2000; y otros). Por otro lado, es trascendental dentro de todo estudio de separación de control y propiedad saber quienes son los que administran, los que “controlan” dichas empresas: si son gerentes profesionales (*managers*) o propietarios gestores (La Porta et al, 1998; Claessens et al 1999; y otros). Aclarar quienes deciden (propietarios) y quienes gestionan (controlan) nos permitirá dilucidar si los sistemas de gobierno planteados están bien encaminados o si requieren de ajustes sustantivos para que puedan ser aplicados.

La segunda acción, busca formular un modelo que explique las relaciones de ésta concentración y factores propios de las empresas tales como tamaño, sector de actividad o resultados. Esta segunda parte la consideramos importante, toda vez que la concentración de propiedad esta directamente ligada a aspectos negativos tales como la expropiación de beneficios, los Grupos de Poder (específicamente, los aspectos negativos relacionados, como son los altos costos sociales producto de la injerencia de dichos grupos en la política, la economía y la desigualdad sociales a través de sus influencias), y otros aspectos que deberían ser sincerados en cuanto a la información que reciben prospectos inversionistas (Claessens et al, 2000; Thomsen y Pederson, 1997; y otros).

### 3. Marco Teórico

#### 3.1. Separación de Control y Propiedad

El interés generado actualmente por los temas relacionados a la separación de control y propiedad están asociados a Berle y Means (1932), texto en el cual se explora las consecuencias referidas al fenómeno presente en las corporaciones americanas, donde los accionistas (aquellos que tienen derechos a los beneficios residuales, es decir, la diferencia entre los ingresos producto del negocio y los egresos de éste) poseen muy poco o nulo control sobre los administradores (aquellos que gestan, controlan la empresa). Esta situación se presenta en corporaciones de capital disperso principalmente, por el hecho simple que los accionistas, al estar atomizados, no tienen mayor control sobre los gestores; por lo tanto, se presenta un problema de riesgos desproporcionados, toda vez que los gerentes asumen decisiones que implican riesgos para la empresa (*risk-bearing functions*) sin asumir el riesgo de sus decisiones, por un lado; y por otro, las decisiones importantes asumidas por dichos gestores no traen consigo similares impactos en los beneficios producidos (Fama y Jensen, 1983).

#### 3.2. Teoría de Agencia

El trabajo de Berle y Means (1932) generó una corriente de investigación, la cual desemboca en el estudio de Jensen y Meckling (1976). En este trabajo se plantean los problemas generados cuando las personas que son propietarias de las empresas (principales), son distintos a los que las gestionan (agentes), los cuales al no percibir los beneficios correspondientes a sus decisiones optan por tomar acciones que se desvían del interés de los principales. Este problema de "agencia" incluye costos relacionados a monitorear (a los agentes), al desarrollo propio del agente y en general, aquellos costos producidos por el agente maximizando el beneficio propio y no el de los principales. Actualmente, y debido a los estudios realizados en cuanto a concentración de propiedad, se ha replanteado la Teoría de Agencia: dado que la mayor parte de las empresas no son de accionariado disperso sino más bien de accionariado concentrado, los problemas de agencia no se presentan entre principales y agentes; más bien, se presenta entre principales mayoritarios y principales minoritarios donde la expropiación de beneficios se presenta fundamentalmente (La Porta et al, 1999; Faccio y Long, 2000).

#### 3.3. Gobierno Corporativo

Durante la década de los noventa ocurrieron hechos de importancia significativa en las finanzas mundiales. Los casos de corrupción empresarial, tales como ENRON y WorldCom; la crisis asiática; la globalización, las privatizaciones y el crecimiento de las corporaciones; y en general una serie de diversas fuerzas convinieron en un resultado unánime: la necesidad de plantear un sistema mediante el cual se controla (por auto-regulación) los rendimientos de las corporaciones, velando a su vez por la transparencia, el rendimiento de cuentas, apertura a la información, y otros mecanismos e instituciones que juntos

garanticen un equilibrio entre los accionistas, los administradores y los demás grupos de interés social (Gregory, 2000).

En contexto, dos modelos de Gobierno Corporativo se desarrollan en paralelo: el modelo de *shareholders*, desarrollado básicamente en Norte América y el Reino Unido, donde el sistema de accionariado es disperso y en el cual se busca maximizar los beneficios de los accionistas; y el modelo de *stakeholders*, comúnmente encontrado en Europa y Asia del Este, en el cual se promueven responsabilidades corporativas más allá de los accionistas

donde éstos no son vistos como los únicos beneficiarios de los flujos de capital. Este último modelo es muy común en economías donde la propiedad está concentrada en pocos accionistas mayoritarios (llamados también “insiders”) y muchos accionistas minoritarios (Faccio y Long, 2000).

### 3.4. Concentración de Propiedad

De la literatura académica se desprenden dos grandes aspectos que diferencian los modelos de Gobierno Corporativo antes mencionados; primero, el público al que sirve (accionistas o sociedad en su conjunto) y la propiedad (dispersa o concentrada). Esta última es nuestro interés de investigación, por diferentes motivos. Primero, porque está claramente establecido que la propiedad concentrada domina en extensión a la propiedad dispersa (Coffee, 2001; Cheffins, 2002); segundo, porque afecta inexorablemente factores económicos, como son: los mercados de valores, donde se aprecia una correlación inversa al desarrollo (Black, 2001); la desprotección de los accionistas minoritarios, a través de la expropiación de beneficios (La Porta et al, 1999; Holderness, 2001); el fomento de Grupos de Poder (Flint, 1999; Berglof y Von Thadden, 1999); así como otros temas que, en general, se presentan como una gran desigualdad entre los aquellos que ostentan la calidad de accionistas de poder aquellos que participan del carácter minoritario.

### 3.5. Grupos de Poder

Al abordar el tema del poder, Flint (1999) advierte que se puede clasificar en dos grupos: aquel que lo define vertical o piramidal y aquel que lo ubica en el “entretejido social” (multidimensional) como un conjunto de fuerzas que se desplazan en distintas direcciones por la trama social. La forma de poder más importante de los dos últimos siglos ha sido el poder económico junto al poder del Estado. Se define poder económico como “la capacidad de decisión que tiene un individuo o conjunto de individuos para controlar medios de producción e influir en el poder político” (Flint, 1999). De acuerdo a (Campodónico, 1993), los grupos de poder económico realizan una defensa de múltiples intereses que se canalizan al Estado ejerciendo poder en las esferas económicas y políticas. El ejercicio del poder realizado por estos grupos producen perjuicios a nivel político, económico y social, razón por lo cual creemos importante el estudio de esta materia.

Los perjuicios a nivel político se consuman mediante el ejercicio del poder en las decisiones públicas o en el aparato estatal bajo prácticas de *lobbying*, sensibilización de la opinión pública mediante comunicados, la convocatoria y movilización social, la intermediación política partidaria y parlamentaria, entre otros (Campodónico, 1993). En el ámbito económico, los perjuicios se consuman mediante la presión en las variables del mercado y desde la dinámica de los agentes bajo las prácticas de generación de procesos de escasez de bienes, alza de precios, desinversión y especulación, entre otros. Así mismo, la literatura académica refiere presiones para modificar o adaptar la creación de políticas económicas a nivel macroeconómico, regional y sectorial (Vázquez, 2000; Flint 1999 y Campodónico, 1993). Finalmente, los perjuicios a nivel social se materializan en la conformación de estructuras de desigualdad social que agudizan los problemas sociales (Flint, 1999).

Debido a estos factores negativos, la literatura académica aborda la necesidad de reformas estructurales debido a los perjuicios arriba mencionados, sobre todo a nivel institucional. (Bebchuk y Roe, 1999). Estos factores negativos no invalidan la presencia de estos “grupos”, simplemente se requiere la formalización de sistemas de control (a nivel de regulaciones e instituciones, por ejemplo).

### 3.6. Grupos de Poder en el Perú

Diversos estudios e investigaciones cubren el tema de los Grupos de Poder en el Perú. Algunos de ellos presentan análisis de data utilizando fuentes confiables, como el trabajo de Campodónico et al (1993) en el que se establecen 13 grupos económicos cuyos ingresos al año 1993 (año de la muestra) superan los \$3,200 millones, los cuales representan 14.26% del total nacional. Anaya (1990) estudia a los grupos económicos desde puntos de vista políticos, sociales y económicos; plantea además la necesidad de estudiar las relaciones entrelazadas de los directorios afines para determinar el grado de poder del grupo. En cuanto al alcance de los grupos, este se centra principalmente en aquellos asociados a Bancos: Crédito, Wiese, Lima, Latino y Mercantil. Un estudio similar es el de Vázquez (2000), el cual estudia cuatro grupos económicos: Grupo Romero (Banco de Crédito), Grupo Brescia (Banco Continental), Grupo Wiese (Banco Wiese) y el Grupo Bentin (Cervecerías Backus y Johnston). Recientemente se ha desarrollado un trabajo de investigación desde el punto de vista de la expansión de las empresas familiares en el Perú, donde igualmente se analizan los grupos Romero, Brescia y Bentín, investigando la participación de dichos grupos en un análisis piramidal (Shimizu, 2004).

### 3.7. Expropiación de Beneficios

La expropiación de beneficios o “beneficios privados” se produce cuando los *insiders* utilizan las rentas producidas por el negocio en bien propio (Dick y Zingales, 2001); es decir, reciben beneficios o rentas mayores a los que su participación o porcentaje de propiedad les permite. Esta expropiación se produce a través de: el abuso de los ingresos residuales, ventajas en la compra y en la venta de activos, en oportunidades laborales (familiares o amigos trabajando en la empresa), sobrepago en las remuneraciones, y otras formas de apropiación (Gilson y Gordon, 2003).

Cuando estos beneficios son percibidos por inversionistas potenciales, generan adicionalmente una *prima* por el paquete de acciones de control; lo cual, genera una mayor desproporción entre la posición de beneficios del accionista mayoritario frente a los accionistas minoritarios (Gilson y Gordon, 2003). Parte de la literatura académica encuentra una respuesta a la concentración de propiedad en los beneficios antes mencionados (Lamba y Stapledon, 2001).

Además, es importante señalar que los estudios relacionados a beneficios privados y concentración de propiedad han demostrado lo difícil que es ubicar y cuantificar dichos beneficios, toda vez que ellos son irregulares y la poca información que se podría tener está en manos de aquellos que no tienen interés en hacerla pública. Por ello, los estudios se basan en factores tales como el valor de los paquetes de acciones de poder o las diferencias entre los valores de las acciones con derecho a voto y las acciones sin este derecho (Dick y Zingales, 2001; Linciano, 2002).

### 3.8. Relación entre Concentración de Propiedad y Factores Corporativos

Aclarada la importancia de las investigaciones sobre Concentración de Propiedad, diversos estudios empíricos se han desarrollado con el propósito de entender las relaciones que se presentan entre éstos y diversos factores corporativos. Entre los temas investigados encontramos relaciones entre concentración de propiedad y factores corporativos tales como:

- Resultados: los estudios relacionados a márgenes operativos encuentran una correlación positiva en bancos y empresas financieras, y negativa en empresas familiares y gubernamentales. Así mismo, se han encontrado relaciones positivas en empresas familiares con respecto al crecimiento de las ventas (Thomsen y Pederson, 1997). Por otro lado, en cuanto a los que controlan (gestionan), se han presentado estudios con resultados opuestos: en algunos los gerentes son mejores gestores (Lehmann y Weigand, 2000) y en otros los propietarios gestores mejoran los resultados de los profesionales (Gugler, 1999).
- Tamaño de la Empresa: después de realizar un estudio sobre 2,980 empresas listadas en 9 países del Este Asiático, se encontró que sólo en Japón las empresas más antiguas frecuentemente eran poseídas por



accionistas dispersos; en todos los demás países los coeficientes de correlación eran positivos, es decir, en las empresas más antiguas es donde se encuentra la propiedad más concentrada (Claessens et al, 1999).

- Deficiente Protección a los Minoritarios: Franks et al (2003), La Porta et al (1998), y Lefort y Walker (2000) entre otros, han encontrado una relación positiva entre concentración de propiedad y deficientes sistemas de protección a los accionistas minoritarios, sobre todo en países de descendencia jurídica civil (Derecho Romano).
- Desarrollo del Mercado de Valores: con respecto a la relación existente, los Mercados de Valores se encuentran pobremente desarrollados en los países donde se encuentran altas concentraciones de propiedad (Dyck y Zingales, 2001; Cheffins, 2002). Por otro lado, se han encontrado a su vez correlaciones positivas entre el desarrollo de los Mercados de Valores y el desarrollo de los países, lo cual es pertinente tener en cuenta (Black, 2001).
- Otros estudios relacionados a Financiamiento de Deuda (Boubaker, 2003); Beneficios Privados (Lamba y Stapledon, 2001); Valor de la Empresa (de Miguel et al, 2003); Propiedad Piramidal (Renneboog, 1996); entre otros.

#### **4. Estudio Exploratorio**

Apoyándonos en el estudio realizado por Trías (1998), hemos elaborado una investigación sobre la concentración de propiedad en el Perú tomando como universo referencial aquellas empresas listadas en la Bolsa de Valores de Lima al 31 de Diciembre del año 2002. Dicho estudio se realizó como un avance al Proyecto de Tesis Doctoral a ser presentado, con el objetivo de corroborar la realidad de la empresa peruana en cuanto al grado de concentración a fin de poder estudiar la separación de propiedad y control arriba descrita y las implicancias que dicho estudio tiene con el desarrollo de los problemas explicados anteriormente.

Si bien el estudio es de carácter exploratorio, se estudiaron en profundidad el total de las empresas listadas en el Mercado de Valores peruano, y se utilizaron sólo datos de las empresas que aún mantienen operaciones, esto con el fin de utilizar información relevante y fidedigna a la realidad. Resultaría bastante amplio presentar el total de los resultados alcanzados en éste documento; por lo que pasaremos a presentar las interpretaciones más importantes que se desprenden de la siguiente tabla, la cual constituye sólo la información concentrada a manera de resumen:

- El estudio se realizó con la población total de la Bolsa de Valores de Lima<sup>4</sup>. De las 180 empresas listadas se excluyeron 22 empresas: Southern Perú Copper Corporation – Sucursal Perú (lamentablemente no se tuvo acceso a la composición accionarial) y 21 empresas adicionales, de las cuales no se pudo obtener información respecto a la Capitalización Bursátil (ello, debido a que estas empresas no han registrado negociaciones durante el año 2002); por lo que el total de la muestra es de 168 empresas. La presente tabla muestra el resumen de dicha información:

Acciones con derecho a Voto-->		>= 5%	>= 25%	>= 50%	>= 75%	PARTICIPACIÓN	CAPIT. BURST.
SECTOR	TOTAL	Nº Empresas	Nº Empresas	Nº Empresas	Nº Empresas	AL 25 %	(Nuevos Soles)
AFP	4	4	4	2	1	100.00%	419,784,475
Bancos y Financieras	13	13	12	12	8	92.31%	4,959,658,732
Agrario	14	14	8	5	2	57.14%	497,381,707
Industrial	59	59	44	35	25	74.58%	10,872,824,771
Mineras	18	18	13	9	5	72.22%	8,370,146,394
Seguros	13	13	11	11	5	84.62%	999,361,969
Servicios Públicos	14	14	14	11	7	100.00%	8,671,362,061
Empresas Diversas	33	33	29	19	13	87.88%	8,852,710,606
<b>TOTALES</b>	<b>168</b>	<b>168</b>	<b>135</b>	<b>104</b>	<b>66</b>		<b>43,643,230,715.00</b>
% de concentración		<b>100.00%</b>	<b>80.36%</b>	<b>61.90%</b>	<b>39.29%</b>		

- Si bien diversos autores definen al Accionista de Control como aquel que posee 5% o más de las acciones en negociación de la empresa (Dahlquist et al, 2002; Faccio y Long, 2000; Claessens et al, 1999; y otros), otros han optado por utilizar 25% como mínimo (Trías, 1998; Franks et al, 2003; y otros). Sin embargo, hemos señalado igualmente los accionistas al 5% o más, 50% o más y 75% o más.
- De los datos presentados en la tabla, podemos presentar las siguientes afirmaciones:
  - El número de sociedades que indican accionistas de control es 135 de las 168 (80.36%). La mayor parte de ellas, muestran accionistas con una elevada concentración de propiedad: 66 empresas tienen

<sup>4</sup> Bolsa de Valores de Lima “Vademécum Bursátil” 2003

accionistas de control con más del 75% de las acciones con derecho a voto (39.29% del total de empresas listadas).

- o El sector con mayor concentración de propiedad en relación a la Capitalización Bursátil es el de Servicios Públicos, sobresaliendo Telefónica del Perú S.A.A. (s/. 1,269'520,602 de capitalización bursátil en un accionista con más de 81% de la propiedad accionarial en la Clase B y 100% en la Clase A).
- o Los sectores que presentan mayores niveles de concentración de propiedad (al 25% de concentración o más) son: AFP (100%) y Servicios Públicos (100%), seguidos de Bancos y Financieras (92.31%) y Empresas Diversas (87.88%); Seguros (84.62%), Industrial (75.58%), Mineras (72.22%), siguen después; y, finalmente, el sector Agrario (57.14%). De esta relación se concluye que las empresas listadas en la Bolsa de Valores de Lima presentan, en su gran mayoría, altos niveles de concentración de propiedad.

## **5. Formulación de las Preguntas de Investigación**

La literatura académica revisada y el estudio de exploración realizado nos permite formular preguntas de investigación a ser exploradas al interior del estudio de disertación doctoral. Las preguntas están relacionadas a la concentración de propiedad:

1. ¿Quiénes controlan las corporaciones en el Perú? Es decir, ¿quienes las gestionan?
2. ¿Quiénes son los propietarios (en cuanto a "clases") de las empresas en el Perú? ¿Son empresas Familiares o Grupos de Poder, Inversionistas Institucionales, Bancos o Entidades Financieras, el Estado?
3. ¿Quiénes conforman los Grupos de Poder en el Perú? ¿Cómo están integrados?
4. ¿Cuáles son las relaciones entre la concentración de propiedad y factores corporativos tales como resultados y tamaño de la empresa?

## **6. Propuesta Metodológica**

La propuesta metodológica se ubica en el campo epistemológico del Positivismo, aquella corriente del análisis cuantitativo por la que buscamos el conocimiento probado a través de estudios de la realidad validados científicamente (método científico). Utilizaremos una estrategia mixta de investigación, utilizando análisis de archivos y cuestionarios, de ser necesarios (Yin, 2003).

Emplearemos como universos de estudio las empresas listadas en la Bolsa de Valores de Lima, es decir, el Mercado de Capitales. Emplearemos mayormente el uso de análisis de archivos y colección de data de las fuentes relacionadas a nuestro universo de estudio. Del planteamiento de las preguntas de investigación formularemos proposiciones que se desarrollarán en hipótesis, las cuales serán soportadas o refutadas por la colección de

data antes mencionada. La información será analizada con procedimientos estadísticos, así como por pruebas de hipótesis.

## **Conclusiones**

1. El presente trabajo constituye un Proyecto de Tesis Doctoral, el cual propone una

línea de estudio empírico dirigida a responder preguntas relacionadas a los temas de concentración de propiedad y separación de propiedad y control en el Perú. Es imprescindible realizar dicho estudio, toda vez que los temas relacionados al Gobierno Corporativo nos abruma en cantidad; pero no en calidad. Los avances obtenidos a la fecha no pasan de ser proposiciones realizadas sin fundamento fenomenológico, aun cuando tengan buenas intenciones. Es necesario validar las concentraciones de propiedad obtenidas en el estudio exploratorio realizado y contrastar aquellos resultados con los fenómenos de la propiedad y el control. Así, se determinará un punto de partida en la búsqueda de un sistema de gobierno que se encuentre dentro de las necesidades y la realidad peruana, y no un modelo importado de una economía desarrollada, ajustado a sistemas legales distintos a los nuestros.

2. Los académicos aún discuten la necesidad de convergencia a un modelo de Gobierno Corporativo; por lo mismo, es lógico suponer que aún nos falta mucho camino por recorrer. Por ello, las investigaciones deben ser conducidas a las causas de los fenómenos y a desarrollar modelos que nos permitan escapar de los perjuicios encontrados en realidades similares. Las regulaciones y demás cambios sociales necesarios para el crecimiento de la sociedad y de los mercados de capitales no son tareas que nos competen; sin embargo, serán materia de estudio y análisis de igual manera.

3. Futuros trabajos de investigación deben explorar las relaciones horizontales de los grupos de poder, a través del análisis transversal de los directorios y de la administración. De igual manera, sería muy interesante analizar los sistemas de gobierno utilizados por los Grupos de Poder, siendo éstos familias empresarias que comúnmente participan de la gestión operativa.

### Bibliografía

Adams, Renée B. and Santos, Joao A.C., "Identifying the Effect of Managerial Control on Firm Performance" (July 16, 2004). EFA 2002 Berlin Meetings Presented Paper

Aganin, Alexander and Volpin, Paolo F., "History of Corporate Ownership in Italy" (March 2003). ECGI - Finance Working Paper No. 17/2003.

Bauer, Rob, Guenster, Nadja and Otten, Roger, "Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe. The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance" (October 23, 2003). EFMA 2004 Basel Meetings Paper.

Baums, Theodor and Scott, Kenneth E., "Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and Germany" (November 2003). Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 272; ECGI - Law Working Paper No. 17/2003

Bebchuk, Lucian Arye and Roe, Mark J., "A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance" (October 1999). Stanford Law Review, Vol. 52, pp. 127-170, 1999

Bebchuk, Lucian Arye, "A Rent-Protection Theory of Corporate Ownership and Control" (June 1999). Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 260; EFA 0285.

Becht, Marco, Bolton, Patrick and Roell, Ailsa A., "Corporate Governance and Control" (October 2002). ECGI - Finance Working Paper No. 02/2002.

Berglof, Erik and von Thadden, Ernst-Ludwig, "The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Transition and Developing Countries" (June 1999). Conference Paper, Annual World Bank Conference on Development Economics, Washington D.C

Bianchi, Marcello, Bianco, Magda and Enriques, Luca, "Pyramidal Groups and the Separation between Ownership and Control in Italy" .  
<http://ssrn.com/abstract=293882>

Black, Bernard S., "Strengthening Brazil's Securities Markets" (October 2000). Revista de Direito Mercantil, Economico e Financiero, 2001 [Journal of Commercial, Economic and Financial Law]

Black, Bernard S., "The Core Institutions that Support Strong Securities Markets" (June 2000). As published in Business Lawyer, Vol. 55, pp. 1565-1607, 2000

Black, Bernard S., "The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets". As published in *UCLA Law Review*, Vol. 48, pp. 781-855, 2001

Blair, Margaret "Ownership and Control". Washington: The Brookings Institution, 1995.

Boubaker, Sabri, "On the relationship between ownership control structure and debt financing: new evidence from France". Institut de Recherche en Gestion (Université de Paris) 2003

Bratton, William Wilson and McCahery, Joseph A., "Comparative Corporate Governance and the Theory of the Firm: The Case Against Global Cross Reference" *Columbia Journal of Transnational Law*, Vol. 38, No. 2, 1999

Campodónico, Humberto; Castillo, Manuel; y Quispe, Andres, "De poder a poder". Lima: DESCO, 1993

Carlsson, Rolf "Ownership and value creation". West Sussex: John Wiley and sons Ltd., 2001.

Cheffins, Brian R., "Corporate Law and Ownership Structure: A Darwinian Link?" (2002). <http://ssrn.com/abstract=317661>

Claessens, Stijn, Djankov, Simeon and Klingebiel, Daniela, "Stock Markets in Transition Economies" (September 2000). Financial Sector Discussion Paper No. 5.

Claessens, Stijn, Djankov, Simeon and Lang, Larry H.P., "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations" (November 23, 1999). <http://ssrn.com/abstract=206448>

Coffee, John C., "Convergence and its Critics: What are the Preconditions to the Separation of Ownership and Control?" (September 2000). Columbia Law and Economics Working Paper No. 179

Coffee, John C., "The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control" (December 2000). Columbia Law and Economics Working Paper No. 182.

CONASEV, "Principios de Buen Gobierno para las Sociedades Peruanas". Julio 2002

Dahlquist, Magnus, Pinkowitz, Lee Foster, Stulz, Rene M. and Williamson, Rohan G., "Corporate Governance, Investor Protection, and The Home Bias" (June 2002). Tuck- JQFA Contemporary Corporate Governance Issues II Conference.

De Miguel, Alberto; Pindado, Julio; y De la Torre, Chabela "Ownership structure and firm value: new evidence from the Spanish Corporate Governance System". EFMA 2003 Helsinki Meetings.

Dyck, I.J. Alexander and Zingales, Luigi, "Private Benefits of Control: An International Comparison" (December 2001). CRSP Working Paper No. 535; and Harvard PON Working Paper; AFA 2003 Washington, DC Meetings.

Faccio, Mara and Lang, Larry H.P., "The Separation of Ownership and Control: An Analysis of Ultimate Ownership in Western European Corporations" (February 2000). EFA 0136.

Fama, Eugene F. and Jensen, Michael C., "Separation of Ownership and Control" . Michael C. Jensen, Foundations of Organizational Strategy, Harvard University Press, 1998, and Journal of Law and Economics, Vol. 26, June 1983

Franks, Julian R., Mayer, Colin and Rossi, Stefano, "The Origination and Evolution of Ownership and Control" (March 2003). CEPR Discussion Paper No. 3822.

Gibson, Michael S., "Is Corporate Governance Ineffective in Emerging Markets?" (June 2002). Federal Reserve Board FEDS Working Paper No. 99-63; Tuck-JQFA Contemporary

Corporate Governance Issues II Conference.

Gilson, Ronald y Gordon, Jeffrey "Controlling Controlling Shareholders". The Center for Law and Economics Studies, Columbia Law School Working Paper No. 228, July, 2003.

Goergen, Marc "Corporate governance and financial performance". Cheltenham: Edward Elgar Publishing Ltd., 1998.

Gompers, Paul A., Ishii, Joy L. and Metrick, Andrew, "Corporate Governance and Equity Prices" (July 2001). <http://ssrn.com/abstract=278920>

Gregory, Holly "The globalization of Corporate Governance". Weil, Gotshal & Manges, 2000. [www.lawdepartment.net/global](http://www.lawdepartment.net/global)

Holderness, Clifford G., "A Survey of Blockholders and Corporate Control" . Economic Policy Review, Forthcoming <http://ssrn.com/abstract=281952>

Hopper Wruck, Karen, "The Ownership, Governance And Control Of Organizations: Course Module Overview Note" (April 1997). <http://ssrn.com/abstract=41942>

Jensen, Michael C. "A Theory of the Firm". Cambridge: Harvard University Press, 2003.

Jensen, Michael C. and Meckling, William H., "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure". Harvard University Press, Dec. 2000, and The Journal Of Financial Economics, 1976.

Kirchmaier, Thomas and Grant, Jeremy, "Who Governs? Corporate Ownership and Control Structures in Europe" (June 7, 2004). <http://ssrn.com/abstract=555877>

Klapper, Leora F. and Love, Inessa, "Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets" (March 2002).  
<http://ssrn.com/abstract=303979>

Koke, Jens F., "New Evidence on Ownership Structures in Germany" (October 1999). Centre for European Economic Research Working Paper No. 99-60.

La Porta, Rafael, Lopez de Silanes, Florencio and Shleifer, Andrei, "Corporate Ownership Around the World" (August 1998). Harvard Institute of Economic Research Paper No. 1840

La Porta, Rafael, Lopez de Silanes, Florencio, Shleifer, Andrei and Vishny, Robert W., "Investor Protection and Corporate Governance" (June 1999).  
<http://ssrn.com/abstract=183908>

Labelle, Réal, "The Statement of Corporate Governance Practices (SCGP), A Voluntary Disclosure and Corporate Governance Perspective" (June 2002).

Lamba, Asjeet S. and Stapledon, Geoffrey P., "The Determinants of Corporate Ownership Structure: Australian Evidence" (July 2001). U of Melbourne Public Law Research Paper No. 20; EFMA 2002 London Meetings; Tuck-JQFA Contemporary Corporate Governance Issues II Conference

Lefort, Fernando y Walker, Eduardo "Corporate Governance: Challenges for Latin America". Revista ABANTE, Vol. 2 N° 2 pp 99-111. Octubre/Abril 2000.

Lehmann, Erik y Weigand, Jürgen "Does the Governed Corporation Perform Better?". Department of Economics, University of Konstanz. February, 2000.

Lemmon, Michael L. and Lins, Karl V., "Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis" (April 2001). William Davidson Institute Working Paper No. 393; 3rd Annual Fin. Mkt. Dev. Conference, Hong Kong 2001; U of Utah Working Paper.

Linciano, Nadia, "Non-Voting Shares and the Value of Control: The Impact of Corporate Regulation in Italy" . EFA 2003 Annual Conference Paper No. 400; EFMA 2003 Helinski Meetings.

MacAvoy, Paul y Millstein, Ira "The recurrent crisis in corporate governance". Chippenham: Anthony Rowe Ltd., 2003.

Maher, Maria E. and Andersson, Thomas, "Corporate Governance: Effects on Firm Performance and Economic Growth" (February 2000).  
<http://ssrn.com/abstract=218490>

Monks, Robert y Minow, Mill "Corporate Governance". Oxford: Blackwell Publishing, 2001.



Morck, Randall and Nakamura, Masao, "Been There, Done That. The History of Corporate Ownership in Japan" (July 2003). ECGI - Finance Working Paper No. 20/2003.

Palepu, Krishna; Khanna, Tarun y Kogan, Joseph "Globalization and similarities in Corporate Governance: A cross country analysis". (August 9, 2002) Harvard NOM Working Paper N° 02-31.

Pinkowitz, Lee Foster, Stulz, Rene M. and Williamson, Rohan G., "Do Firms in Countries with Poor Protection of Investor Rights Hold More Cash?" (November 2003). Dice Center Working Paper No. 2003-29

Rajan, Raghuram G. and Zingales, Luigi, "The Governance of the New Enterprise" (October 2000). NBER Working Paper No. W7958.

Reese, William A. and Weisbach, Michael S., "Protection of Minority Shareholder Interests, Cross-listings in the United States, and Subsequent Equity Offerings" (March 2001). NBER Working Paper No. W8164

Renneboog, Luc D.R., "Ownership, Managerial Control and the Governance of Companies Listed on the Brussels Stock Exchange" (July 1996). Working Paper 9635. <http://ssrn.com/abstract=2115>

Renneboog, Luc D.R., "Shareholding Concentration and Pyramidal Ownership Structures in Belgium: Stylized Facts" (July 1996). Working Paper 9634. <http://ssrn.com/abstract=1395>

Roe, Mark J., "Political Determinants of Corporate Governance", Oxford University Press, 2003

Roe, Mark J., "Political Foundations for Separating Ownership from Corporate Control" (August 21, 2000). Stanford Law Review, Vol. 53, December 2000

Rose, Casper "Essays on Corporate Governance and Finance". Frederiksberg: Samfundslitteratur (Copenhagen Business School), 2002.

Shimizu, Tatsuya "Family Business in Perú: Survival and expansion under the liberalization". IDE-JETRO, Discussion Paper Series, Discussion Paper No. 7, 2004.

Shleifer, Andrei and Vishny, Robert W., "A Survey of Corporate Governance" (April 1996). NBER Working Paper No. W5554

Thomsen, Steen y Pedersen, Torben "Ownership structure and economic performance in the largest European companies". Danish Research Unit: presented at Industrial Dynamics Conference, Denmark June 9-11, 1997.

Trías, Miguel "Los inversores institucionales y el gobierno de las grandes sociedades". Madrid: McGraw Hill, 1998.

Weigand, Jürgen y Lehmann, Erik "Does Ownership structure matter?". Institute for Development Strategies, Indiana University. July, 1999.

Weisbach, Michael S. and Reese, William A., "Protection of Minority Shareholder Interests, Cross-listings in the United States, and Subsequent Equity Offerings" (November 17, 1999).

Yin, Robert K. "Case study research". Thousand Oaks: Sage Publications, Inc., 2003