

PONTIFICIA UNIVERSIDAD CATÓLICA DEL PERÚ

FACULTAD DE CIENCIAS CONTABLES



**MODELO DE VALORIZACIÓN DE EMPRESAS ENFOCADO AL SECTOR
FINANCIERO PERUANO. CASO INTERBANK**

**TRABAJO DE INVESTIGACIÓN PARA OBTENER EL
GRADO DE BACHILLER EN CONTABILIDAD**

AUTORES

Camarena Telleria, Giordan Andre
Hernandez Morales, Jesus Joel

ASESOR

Diaz Becerra, Oscar Alfredo

2019

Resumen

El presente Plan de Tesis contempla la aplicación del modelo de ingresos residuales para la valoración de empresas del sistema financiero peruano. El objetivo principal de esta investigación es analizar si el modelo de ingresos residuales es el más adecuado para la valoración de empresas financieras peruanas. En este sentido, la investigación busca identificar las fortalezas y debilidades de los modelos de valoración de empresas financieras con el fin de determinar qué modelo presenta más fortalezas en su aplicación a dicho sector. Asimismo, se pretende determinar si la regulación de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP influye en la elección del modelo. Por último, se busca determinar si el modelo de ingresos residuales contribuye en la obtención de un valor fundamental más preciso de la entidad valorizada. Entre las hipótesis, dado que la finalidad de toda valoración es la obtención del valor fundamental de la empresa, se aplica el modelo de ingresos residuales a la empresa Interbank y se contrasta la obtención de dicho valor mediante la simulación de Montecarlo.

Abstract

This Thesis Plan contemplates the application of the residual income model for the valuation of companies of the Peruvian financial system. The main objective of this research is to analyze whether the residual income model is the most suitable for the valuation of Peruvian financial companies. In this sense, the research seeks to identify the strengths and weaknesses of the valuation models of financial companies in order to determine which model presents more strengths in its application to that sector. Furthermore, it is intended to determine if the regulation of the Superintendence of Banking, Insurance and AFP influences the choice of the model. Finally, it is sought to determine if the residual income model contributes to obtaining a more precise fundamental value of the valued entity. Among the hypotheses, given that the proposal of any valuation is the obtaining of the fundamental value of the company, the residual income model is applied to the Interbank company and the obtaining value is contrasted through the Montecarlo simulation.

Índice

Resumen	2
1. Problema de investigación	5
1.1 Antecedentes del problema	5
1.2. Formulación del problema	9
1.2.1 Problema principal	9
1.2.2 Problemas específicos	9
1.3 Justificación del proyecto	10
1.4. Objetivos	11
1.4.1. Objetivo general	11
1.4.2 Objetivos específicos	11
1.5 Alcances	12
1.6 Limitaciones	13
2. Marco Teórico	13
2.1. Antecedentes	14
2.2 Bases Teóricas	17
2.2.1. El sistema financiero	17
2.2.2. El sistema financiero peruano	17
2.2.3. Superintendencia de Banca, Seguros y AFP	18
2.2.4 Bolsa de Valores de Lima – BVL	25
2.2.5. Situación financiera y situación económica de entidades del sistema financiero	27
2.2.6 Ratios Financieros	32
2.2.7. Valorización de empresas	36

3. Hipótesis y Variables	46
3.1 Hipótesis	46
3.1.1 Hipótesis General	46
3.1.2 Hipótesis Específicas	46
3.2 Variables	46
3.2.1 Identificación de variables	46
3.2.2 Operacionalidad de variables	47
4. Metodología de la Investigación	50
4.1 Tipo de Investigación	50
4.1.1 Nivel de la Investigación	51
4.2 Diseño de la Investigación	51
4.3 Población y muestra	51
4.3.1 Descripción de la Población	51
4.3.2 Selección de la muestra	52
4.4 Recolección de datos	52
4.5 Procesamiento y Análisis de los datos	53
5. Administración del Proyecto de Investigación	55
5.1. Administración del Proyecto de Investigación	55
5.2 Estructura tentativa del informe	55
5.3 Matriz de consistencia	59

1. Problema de investigación

1.1 Antecedentes del problema

La crisis del 2008 que provocó una gran inestabilidad a nivel mundial ha demostrado a la sociedad la gran importancia de la industria financiera y el protagonismo de los bancos en la economía mundial. Cuando los precios de las acciones de prestigiosas entidades financieras fuertemente consolidadas en Norteamérica como Bank of America, Lehman Brothers o Bear Stearns se desplomaron, la fragilidad del sistema financiero se hizo notoria no solo en dicho país sino a nivel mundial. El sistema financiero había estado bajo estrés severo durante más de un año antes (2007). La causa inmediata de este estrés fue una pérdida sistemática de confianza entre en la solvencia de cada una de las instituciones financieras. Los banqueros en los Estados Unidos habían desarrollado un negocio lucrativo comprando las hipotecas de los estadounidenses pobres (conocidos como hipotecas "subprime"). A estas hipotecas se combinaban en un grupo con hipotecas de mejor calidad y se vendían como activos libres de riesgo conocidos como valores respaldados por hipotecas (Ariza, 2014).

En este contexto, cuando el Banco Central de EE. UU. subió las tasas de interés en el año 2006, muchos propietarios estadounidenses comenzaron a incumplir el pago de sus deudas. Por ello, los precios de las viviendas cayeron, se reveló que estos valores eran muy riesgosos y era evidente que había pérdidas considerables en el sistema. No obstante, no estaba claro dónde estaban todos estos valores tóxicos y cuyos balances habían sido destruidos por las deudas incobrables. Los bancos comenzaron a cobrar altas tasas de interés para prestar a otros bancos e instituciones que podrían estar sufriendo pérdidas masivas no reconocidas. Esta fue la fase de "crisis crediticia". Lo que sucedió cuando Lehman se hundió fue que el desencadenante que se transformó en un pánico total donde todos más o menos dejaron de prestar por completo (Ariza, 2014).

El gobierno de los Estados Unidos se negó a rescatar a Lehman Brothers, debido a que le resultaba imposible transferir sus préstamos en los mercados. Al banco de Wall Street, en cambio, se le permitió quebrar. El fracaso de una institución financiera sistémicamente importante con unos \$ 700 mil millones de pasivos creó un shock sísmico en todo el sistema financiero global. Los mercados monetarios mundiales se congelaron, y los bancos y las compañías de seguros en la mayor parte del mundo desarrollado también descubrieron que tampoco podían pedir préstamos. El presidente de la Reserva Federal (el banco central de EE. UU.), Ben Bernanke, calificó el suceso como “la peor crisis financiera de la historia mundial”. Los bancos centrales se vieron obligados a prestar a los bancos en una escala colosal para evitar una cascada de quiebras del sector financiero de instituciones aún más grandes que Lehman. Tal colapso general habría significado, en todo el mundo, salarios no pagados, cajeros automáticos que no funcionan y, con toda probabilidad, pánico total (Ariza, 2014).

Como resultado de esta coyuntura, la confianza de muchos inversionistas, del mercado y clientes a nivel mundial se había extinguido. El Perú no fue ajeno a esta crisis. La economía se ralentizó y los niveles de PBI cayeron. Luego de la crisis financiera, la economía peruana logró estabilizarse y mejorar. De La Cruz (2010) menciona lo siguiente:

El crecimiento y dinamismo del Sistema Financiero Peruano en los últimos años, vino acompañado de políticas más responsables y preventivas que permiten, hoy en día, afrontar las situaciones adversas en el contexto internacional.

Asimismo, Tam (2010) menciona que para el año 2010 el sistema financiero se encontraba muy sólido y que “(...) era un sistema con una adecuada solvencia, una cartera de créditos que está sumamente diversificada por todos los sectores económicos, y un nivel de provisiones muy adecuado a los requeridos por normativa”.

En la actualidad, Perú es considerado como una de las economías con gran potencial de crecimiento. Es así que el banco mundial considera que es una de las economías con mayor crecimiento acelerado en Latinoamérica. Es así que este organismo menciona lo siguiente:

“El Perú es una de las economías que ha presentado un crecimiento acelerado según diversos reportes internacionales. Entre 2002 y 2018 la tasa de crecimiento promedio fue del 6,0%, en un entorno de baja inflación. Un contexto externo favorable, políticas macroeconómicas prudentes y reformas estructurales en distintos ámbitos se combinaron para dar lugar a este escenario de alto crecimiento y baja inflación. Sin embargo, el país puede estar entrando en un periodo desafiante, ya que el impulso del crecimiento se desaceleró en el 2014 al registrar una expansión de sólo el 2,4%, según cifras del BCRP. Cabe indicar que desde el 2010 se ha presentado una desaceleración” (Banco Mundial, 2019).

En la edición 2018 del Artículo IV para Perú, el Fondo Monetario Internacional realizó un análisis exhaustivo del sector financiero y señala lo siguiente:

“Los directores observaron que el sector financiero sigue siendo sólido y resiliente a shocks macroeconómicos severos, tal como lo demuestran las pruebas de estrés, gracias a la robustez del marco de supervisión, aunque la elevada concentración, las posiciones fuera del balance y las exposiciones comunes requieren una vigilancia continua de los riesgos y un aumento de los recargos de capital para los bancos de importancia sistémica.” (FMI, 2018).

En efecto, el sistema financiero posee una gran resistencia a choques económicos, la cual se basa en tres pilares principales: colchón de provisiones, utilidades y colchón de capital (SBS, 2019).

Conociendo los sucesos y actuales resultados del sistema financiero es necesario mencionar que la banca, desde sus inicios, es considerada como un negocio relativamente complicado de analizar, especialmente desde un punto de vista externo. Los resultados anuales, junto a las cuentas de los bancos ofrecen una visión general de los resultados de un banco, pero la transparencia de esta visión depende en gran medida de decisiones contables tomadas por los directivos. Un análisis del entorno externo de la organización necesita examinar la oportunidad de esas decisiones. Además, es necesario resaltar que los bancos son entidades que tienen un alto nivel de apalancamiento dado su giro de negocio, lo que resulta en valoraciones mucho más dependientes de las cambiantes circunstancias económicas, ya que están directamente relacionadas con la estabilidad económica del país en comparación con otros sectores (Ariza, 2014).

Al momento de realizar la valorización de una empresa financiera, los analistas tienen la posibilidad de usar una variedad de modelos de valorización, desde

metodologías simples hasta las más sofisticadas. Generalmente, se deben de emplear supuestos muy diferentes para determinar el valor fundamental, pero que comparten ciertas características comunes. De acuerdo a Ariza (2014), estos supuestos pueden clasificarse en términos más amplios que brinda diversas ventajas: permite que sea más simple de comprender dónde encajan los modelos individuales en un panorama general, porque cada uno de ellos presenta resultados diferentes y cuándo tiene errores en su lógica.

De esta manera, los problemas en relación con la valoración de entidades financieras, derivan de tres de sus características principales:

“La primera es que los flujos de caja de una entidad financiera no pueden ser fácilmente estimados, pues elementos como la inversión en capital, las necesidades operativas de financiación y la deuda no están claramente definidos. La segunda es que la gran mayoría de entidades financieras operan bajo un estricto marco regulatorio que establece cómo se capitalizan, dónde invierten y a qué velocidad crecen” (CFA Institute, 2018).

Además, “las reglas contables que gobiernan la información financiera bancaria han sido históricamente diferentes que las reglas contables de empresas que operan en sectores no financieros” (Ariza, 2014). En el caso peruano, estas difieren en gran medida, ya que los tratamientos contables contienen muchas diferencias. No solo se encuentra una limitación en el registro contable, sino también al realizar el análisis de indicadores. De esta manera, para el caso de las empresas del sector financiero es necesario recurrir a otras estrategias y métodos más elaborados para lograr analizarlas. Asimismo, se encuentra el hecho de que la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP es quien dicta los requerimientos necesarios para el funcionamiento adecuado de las empresas financieras, lo cual también implica realizar nuevos supuestos y ajustes al modelo de valorización. Por ello, “determinadas alteraciones en el entorno regulatorio pueden ocasionar grandes fluctuaciones en el valor fundamental final obtenido” (Ariza, 2014).

Por estas razones, es complicado encontrar valorizaciones de empresas financieras peruanas como información pública y, comúnmente, éstas se realizan bajo el método de descuento de dividendos, el flujo de caja descontado o mediante el método de múltiplos. No obstante, “el proceso de valuación de una institución financiera está caracterizado por dificultades fundamentales, debido a

las peculiaridades que caracterizan la función de estas instituciones, así como a la falta de información de data bancaria, como por ejemplo la calidad de la cartera de créditos” (Tham, 2012, p.25).

En países desarrollados, la valorización de empresas financieras se realiza bajo el modelo de ingresos residuales, debido a su gran utilidad (Coit, 2016, p.5). Sin embargo, la falta de investigaciones en nuestro país complica su aplicación, por lo que existen pocos artículos relacionados al tema. La aplicación de esta metodología recién está proliferando en el Perú. Esto se evidencia en las recomendaciones que realizan las Sociedades Agentes de Bolsa, las cuales han aplicado esta metodología recientemente en su portafolio de propuestas de inversión como el caso del Reporte de Equity Research de Seminario SAB (2019) y el Estudio de Valorización de la Financiera Confianza realizada por Apoyo Consultoría (2019). Ciertamente la complejidad de la valorización implica que usualmente se empleen modelos comunes y generalmente utilizados que no necesariamente muestran una metodología adecuada por la complejidad del giro del negocio (Aggelopoulos, 2017).

1.2. Formulación del problema

De acuerdo a lo señalado en párrafos anteriores, el modelo de ingresos residuales se debería aplicar en la valorización de las empresas financieras peruanas, debido a su complejidad y características específicas.

1.2.1 Problema principal

¿El modelo de ingresos residuales es el más adecuado para la valorización de empresas financieras peruanas?

1.2.2 Problemas específicos

- a) ¿Cuáles son las fortalezas y debilidades de los modelos de valorización de empresas?

- b) ¿La regulación de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP influye en la elección del modelo de valorización para empresas financieras peruanas?
- c) ¿La aplicación del modelo de ingresos residuales contribuye en la obtención de un valor fundamental más preciso de la entidad valorizada?

1.3 Justificación del proyecto

Según el Banco Central de Reserva del Perú, una de las principales características del sector financiero peruano es la estabilidad que posee (BCRP, 2018). Asimismo, los fundamentos macroeconómicos constituyen una parte fundamental en el sector financiero tal como se menciona en el Reporte de Estabilidad Financiera:

“La gran resistencia a choques económicos que tiene el sistema financiero peruano se encuentra fundamentada en tres importantes líneas de defensa: colchón de provisiones, utilidades y colchón de capital. El sistema financiero peruano se caracteriza por ser rentable y contar con una regulación de carácter prudencial que exige y brinda incentivos para la constitución de colchones de provisiones y de capital. De esta manera, ante la potencial materialización de choques adversos, el sistema financiero cuenta con diversas líneas de defensa” (SBS, 2019, p.15).

De esta manera, es evidente la solidez del sistema financiero peruano, así como su preparación frente a escenarios adversos.

De acuerdo a los datos obtenidos de la Bolsa de Valores de Lima (BVL), el sector financiero tiene rendimientos comparables e incluso superiores en algunos años al Índice General (IGBVL), el cual se compone de las 50 empresas más grandes dentro del territorio nacional. Por lo que, representa un sector atractivo para los inversionistas. En este sentido, la búsqueda de un modelo adecuado para realizar valoraciones de empresas financieras es de gran utilidad.

En efecto, la valorización de empresas puede ser considerada como el corazón de las finanzas, por ello, comprender qué determina el valor de una firma y cómo estimar ese valor parece ser un prerrequisito al momento de tomar decisiones de inversión (Damodarán 2006). Para el caso de empresas financieras, la metodología para la valuación es significativamente complicada e insuficientemente estudiada, especialmente, en el Perú. Los modelos más comunes para la valorización de empresas no son aplicables a las que se encuentran dentro del sector financiero peruano, debido a que estas empresas tienen una dinámica contable, así como una realidad económica distinta que no permite la aplicación de dichos modelos.

En este contexto, esta investigación contribuirá con la propuesta de aplicación de una metodología que permita realizar una valorización de empresas financieras peruanas de una forma más consistente. Dado que en el Perú no existe bibliografía referente a la metodología aplicable a dicho sector, es necesaria la propuesta de un modelo financiero que pueda reflejar más adecuadamente el valor de estas instituciones, el cual sería de mayor utilidad para aquellos inversionistas que se encuentren interesados en este sector o a desarrollar una cultura más adecuada en el mundo de los mercados de capitales.

1.4. Objetivos

1.4.1. Objetivo general

- Analizar si el modelo de ingresos residuales es el más adecuado para la valorización de empresas financieras peruanas.

1.4.2 Objetivos específicos

- Identificar cuáles son las fortalezas y debilidades de los modelos de valorización de empresas financieras

- Determinar si la regulación de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP influye en la elección del modelo de valorización para empresas financieras peruanas
- Demostrar si el modelo de ingresos residuales contribuye en la obtención de un valor fundamental más preciso de la entidad valorizada

1.5 Alcances

La investigación se enfocará en un estudio para la aplicación del modelo de ingresos residuales aplicado al sector financiero peruano, el cual se encuentra supervisado por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP. Además, se contrastará con diferentes modelos de valoración la efectividad de la aplicación de este modelo para la valorización de empresas de dicho sector, debido a la complejidad del giro del negocio que estas poseen.

Sobre la base de la información regulatoria se verificará la normativa emitida por la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS), el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) y el Comité de Basilea¹. Esto debido a que el sector financiero es altamente regulado a nivel local y los pilares de la regulación por parte de la SBS son los modelos emitidos por dicho Comité, con el fin de fortalecer la solidez del sistema financiero (SBS, 2019).

Finalmente, se realizará la valorización del banco Interbank S.A., perteneciente al grupo Intercorp, para lo cual se analizará un escenario de ocho periodos anteriores tomando como base el año 2019 y se realizarán proyecciones a siete años a partir del mismo. Estos periodos de análisis son requeridos para entender el crecimiento histórico de la entidad y, en base a ello, proyectar los resultados y el crecimiento durante los próximos años. De esta manera, sólo se considera un

¹ “El Comité de Basilea sobre Supervisión Bancaria (BCBS) es el principal creador de estándares globales para la regulación prudencial de los bancos y proporciona un foro para la cooperación regular en asuntos de supervisión bancaria. Sus 45 miembros comprenden bancos centrales y supervisores bancarios de 28 jurisdicciones” (The Basel Committee 2019).

escenario de 7 años a futuro, debido a la alta volatilidad del mercado, ya que, en caso de considerarse un escenario de proyección mayor, se estaría asumiendo un riesgo adicional por la incertidumbre al proyectar resultados muy alejados en el tiempo.

1.6 Limitaciones

Por un lado, debido a que el tema de modelos de valorización de empresas y, especialmente, del modelo de ingresos residuales no ha sido desarrollado a profundidad en la literatura peruana, la investigación se basará en modelos aplicados en otros países, pero que también estén dirigidas al sector financiero. De esta manera, esta situación deja de representar una limitación para la investigación, ya que hay libre acceso a una cantidad considerable de fuentes con un nivel académico elevado.

Por otro lado, en algunas ocasiones el acceso a la información contable y financiera de las empresas a valorizar puede significar una limitación bastante importante; sin embargo, en el sistema financiero peruano dicha información es pública, por lo que la investigación no se verá afectada. Esta información se encuentra disponible en la página web de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV), la cual consiste en los estados financieros de la empresa, los Hechos Importancia, la Memoria Anual, los Valores Inscritos, entre otros. De igual manera, en la página web de la empresa a valorizar, podemos encontrar el Análisis y Discusión de la Gerencia que contiene información relevante en cuanto a las principales estrategias de la Compañía.

2. Marco Teórico

La sección incluye un análisis de las investigaciones relacionadas con la valorización por ingresos residuales. Asimismo, se desarrollarán las bases teóricas sobre el sistema financiero, Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, Situación financiera y situación económica de entidades financieras, ratios financieras, entidades supervisadas y reguladas, normas relacionadas y el valor fundamental de la empresa.

2.1. Antecedentes

Los antecedentes de las investigaciones sobre el modelo de ingresos residuales se remontan a 1995 con las investigaciones realizadas por Ohlson. Las primeras teorías de valoración financiera establecen que el valor del capital de la empresa es el valor presente de todos los dividendos futuros, o los flujos de efectivo libres al capital (Flujos de caja libre), que define el valor de mercado de la empresa y ayuda en la toma de decisiones (Kothari, 2001).

En ese sentido, se planteó el estudio O'95 que es muy conocido por el nombre del modelo de valoración del ingreso residual y la valoración de la empresa conectada con el ingreso residual cuyos principales autores que profundizaron más en este modelo son Ohlson, Bernard y Biddle et al. (Kothari, 2001).

El modelo propuesto por Ohlson, en su investigación titulada "Earnings, book values, and dividends in security valuation. Contemporary Accounting Research" se basa en una configuración paramétrica. El enfoque utilizado tiene la ventaja de no solo generar una función de valoración de forma cerrada, sino también proporcionar un marco concreto generalizado en el que se pueden establecer supuestos generales. En este caso, son tres los supuestos planteados analíticamente que formulan el modelo de valoración. En primer lugar, el estándar en los modelos clásicos para la valoración de empresas o valores: el valor presente de los dividendos esperados. En segundo lugar, se aplica la contabilidad ordinaria de los propietarios: patrimonio o valor en libros. Por último, un modelo lineal que enmarca el comportamiento estocástico de series temporales de ingresos anormales; es decir, el resultado de la diferencia entre la utilidad neta y el valor en libros multiplicada por la tasa de rendimiento requerida. El autor plantea una aproximación más exacta entre la relación existente entre el valor de mercado con los datos contables y otras informaciones. El análisis de valoración puede centrarse en la predicción de ganancias anormales o residuales en lugar de dividendos que es lo común cuando las empresas realizan pagos constantes de dividendos como se mencionó anteriormente. La teoría desarrollada converge sobre cómo los datos contables dependen de los dividendos en comparación con

cómo los dividendos dependen de los datos contables. En opinión del autor, la importancia de este punto no puede exagerarse (1995).

Penman y Sougiannis en su tesis titulada "Discussion of "On Accounting-Based Valuation Formulae" and "Expected EPS and EPS Growth as Determinants of Value" comparan el modelo descuento de dividendos, el flujo de caja descontado y el modelos de ingresos residuales utilizando realizaciones reales de dividendos, flujos de caja libres y ganancias residuales. En su investigación concluyen que el modelo de ingresos residuales produce errores de valoración más pequeños, medidos contra los precios actuales de las acciones, que cualquiera de los otros dos modelos (Atilla Perek & Perek, 2012).

Por otro lado, Francis y col. en su artículo académico titulado "Comparing the Accuracy and Explainability of Dividend, Free Cash Flow, and Abnormal Earnings Equity Value Estimates" afirman que la mayor precisión del modelo de ingreso residual puede deberse a la suficiencia del valor contable del patrimonio como una medida del valor intrínseco y también porque la previsibilidad y la precisión de las ganancias anormales son mayores. En su investigación, al igual que los autores anteriores, comparan la precisión del modelo de descuento de dividendos, el modelo de ingresos residuales y el modelo de valoración de flujo de efectivo descontado y encuentran que el modelo de ingresos residuales resulta de gran eficiencia al encontrar un valor cercano al precio real de las acciones. La probabilidad calculada es de cerca el 71% respecto a la variación del precio de las acciones. Según las pruebas, el modelo de ingresos residuales supera significativamente al modelo de descuento de dividendos y los modelos de valoración de flujo de efectivo descontado (Atilla Perek & Perek, 2012).

Por otro lado, Jansen, Ivo Philippe en su tesis titulada "Economic and accounting determinants of residual income" plantea demostrar la relación positiva entre el componente económico del ingreso residual y el poder de mercado y la relación entre la magnitud del componente contable del ingreso residual. La hipótesis propuesta por el autor es la siguiente: la persistencia del componente económico del ingreso residual está positivamente relacionada con el poder de mercado cuando el componente económico es positivo, pero negativamente con el poder de mercado cuando el componente económico es negativo. Los hallazgos

primarios del estudio sugieren que la magnitud del componente contable del ingreso residual está positivamente relacionada con el conservadurismo contable en el valor en libros (2001).

Asimismo, los resultados de la investigación brindan cierto apoyo para una relación positiva entre la persistencia del componente económico del ingreso residual y el poder de mercado. Los hallazgos contradicen la expectativa de que los aumentos en el sesgo contable en la investigación y el desarrollo y los valores en libros de propiedades, plantas y equipos disminuyen el ingreso residual y, por lo tanto, son inconsistentes con lo positivo. Si bien los resultados de este estudio no respaldan la existencia de una relación positiva, muestran una relación existente entre el valor registrado contablemente de investigación y desarrollo y Propiedad, Planta y Equipo y el modelo de ingresos residuales. El investigador examinó el modelo de ingreso residual ajustado tanto para el caso contable y económico. Esto con la finalidad de obtener una evidencia certera de que alguno de los modelos capture la realidad económica de ciclos económicos positivos constantes. No obstante, para el caso contable, no se pudo obtener un valor certero, ya que los flujos negativos impiden la obtención de un valor fundamental adecuado. En el caso económico, el modelo se aproximó en gran medida a la situación económica de la empresa a pesar de las pérdidas obtenidas (2001).

Asimismo, Scarbrough en su tesis titulada "VALUATION DETERMINANTS USED IN BANK TAKE-OVERS AND MERGERS" indaga sobre el modelo de ingreso residual ajustado al riesgo. Esta propuesta incluye varios indicadores de riesgo de ganancias: la variabilidad en los pronósticos supuestos por los analistas, la exposición a financiamiento a corto plazo, la diversificación geográfica, la diversificación operativa, el apalancamiento operativo y el tamaño de la empresa o grupo económico en un periodo de más de veinte años, considerando los periodos desde 1983 al 2001. Este estudio utiliza el modelo de valoración de ingresos residuales para demostrar empíricamente que a medida que aumenta el riesgo de las ganancias de una empresa, su valor de mercado disminuye. Los resultados confirman que el riesgo de ganancias es un componente importante del proceso de valoración del mercado. Utilizando una muestra de más de veinte años desde 1983 al 2001, el análisis empírico encuentra que las medidas

adicionales de riesgo de ganancias mejoran significativamente la capacidad de modelo de ingresos residuales para explicar los precios del mercado. Las características de riesgo de ganancias específicas de la empresa consideradas en este estudio incluyen la variabilidad de las expectativas de ganancias en años futuros, exposición a fluctuaciones de tasas de interés, diversificación geográfica, diversificación de negocios, apalancamiento operativo y flexibilidad operativa (2003).

2.2 Bases Teóricas

2.2.1. El sistema financiero

El Banco Central Europeo define al sistema financiero se la siguiente manera:

El sistema financiero está conformado por todos los intermediarios financieros, mercados organizados e informales, sistema de pagos y circuitos de liquidación, infraestructura técnica que soporta la actividad financiera, disposiciones legales y regulatorias, y agencias de supervisión. Esta definición permite una visión completa de las formas en las que los ahorros son canalizados a través de oportunidades de inversión, la información se difunde y procesa, el riesgo se comparte entre los agentes económicos, y los pagos se facilitan a través de la economía (2010,20).

Tal como se menciona en la cita, el sistema financiero comprende una serie de instituciones que permiten que los mercados sean más dinámicos obteniendo financiamiento o generando riqueza. De esta manera, una de las funciones principales del sistema financiero es poder facilitar la transferencia de recursos de los ahorristas a quienes necesitan fondos. En un mercado de eficiencia en el que no existen restricciones de ningún tipo, los recursos serán asignados de manera eficiente. En ese sentido, un sistema financiero bien diseñado, los recursos se asignan eficientemente (Boot & Thakor, 1997)

2.2.2. El sistema financiero peruano

Tal como se mencionó anteriormente, el sistema financiero es un conjunto de instituciones intermediarias financieras que conforman el mercado. El Instituto Peruano de Economía define al sistema financiero peruano de la siguiente manera: "El sistema financiero se encuentra comprendido por el conjunto de

instituciones, intermediarios y mercados donde se canaliza el ahorro hacia la deuda o inversiones” (2012). En ese sentido, la institución que se encarga de supervisar el sistema financiero es la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

De esta manera, a junio de 2019, el número de instituciones del sistema financiero supervisadas por la SBS se mantuvo en 55, mientras que para septiembre la cantidad de entidades supervisadas fue de 57. Dentro del sistema financiero peruano, “los bancos poseen la mayor participación de mercado, ya que estos concentran el 83.3% de los activos totales que lo conforman” (SBS, 2019, p.20).

2.2.3. Superintendencia de Banca, Seguros y AFP

2.2.3.1 Historia de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP

A lo largo de toda la historia, el adecuado funcionamiento de los sistemas financieros ha ido profundamente relacionado a las instituciones públicas, ya que el sistema financiero, como cualquier otro mercado, es susceptible a las acciones de intervención del gobierno.

En nuestro país, el organismo encargado de la supervisión y regulación del sistema financiero es la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP, la cual “nació como institución en el año 1931” (SBS, 2019). No obstante, en el Perú ya existía un marco regulatorio para las instituciones del sistema financiero. Así,

“(…) la supervisión bancaria en el Perú se inició en 1873 con un decreto que estableció requerimientos de capital mínimo, un régimen de emisión y cobertura de los billetes y publicación mensual de informes con indicación detallada de las cantidades de moneda acuñada o de metales preciosos existentes en las cajas bancarias” (SBS, 2019).

Posteriormente a la crisis de los años 30, varios países de Latinoamérica llevaron a cabo grandes reformas relacionadas a aspectos monetarios y bancarios. De esta manera, “en 1930 se constituyó la Misión Kemmerer, que formuló varios proyectos de Ley, algunos de los cuales fueron promulgados, tales como la Ley Monetaria, la Ley del Banco Central de Reserva y la Ley de Bancos” (SBS, 2019)

En el año 1979, luego de la inclusión de Compañías de Capitalización y Empresas de Seguros, en 1936, y de las Empresas Financieras y las Mutuales de Vivienda,

en 1968, al su ámbito de Supervisión, la adquirió rango constitucional. Posteriormente en el año 2000 se incorporaron las Asociación de Fondos de Pensiones (AFP) al control y supervisión de la SBS; en el 2007, la Unidad de Inteligencia Financiera del Perú (UIP-Perú); en el 2008, las Asociaciones de Fondos Regionales o Provinciales contra Accidentes de Tránsito (AFOCAT). Finalmente, a inicios del 2019, se incorporaron las Cooperativas de Ahorro y Crédito (COOPAC) al ámbito de supervisión de la SBS.

2.2.3.2 Estándares Internacionales adoptados por la SBS

Los estándares internacionales en materia de regulación y supervisión son aplicados y adaptados a el sistema financiero peruano, los cuales son emitidos por el Comité de Basilea. De acuerdo a su carta estatutaria, el Comité de Basilea “es una organización internacional que establece lineamientos para la regulación prudencial de los bancos y constituye un foro de cooperación en supervisión bancaria” (BCBS, 2013, p.5)

“El Comité fue establecido en 1975 por los presidentes de los bancos centrales de los once países miembros del Grupo de los Diez (G-10) en aquel momento. El Comité de Basilea está constituido actualmente por representantes de las autoridades de supervisión bancaria de los bancos centrales de Bélgica, Canadá, Francia, Alemania, Italia, Japón, Países Bajos, Suecia, Suiza, Reino Unido y Estados Unidos, y dos países más que no son miembros del G-10, Luxemburgo y España” (SBS, 2019).

De esta manera, “su mandato es mejorar la regulación, la supervisión y las prácticas bancarias en todo el mundo con el fin de afianzar la estabilidad financiera” (BCBS, 2013, p.5).

Es así que la regulación prudencial emitida por la SBS ha logrado un destacado avance tanto en la implementación de los mejores estándares internacionales y la adaptación de los mismos al entorno de riesgo local, así como en propuestas que actúan como complemento de los estándares de Basilea, a fin de gestionar riesgos que son particularmente relevantes para la economía peruana (SBS, 2019, p.1)

En efecto, se han adoptado y adecuado los tres pilares regulatorios establecidos en Basilea I, II y III, los cuales se detallan en el Informe de Implementación de Basilea en el Perú (2019) y se desarrollarán a continuación.

a) Pilar 1: Requerimientos mínimos de capital

La regulación vigente exige un requerimiento de capital mayor al 10% de los Activos y Contingentes Ponderados por Riesgo Totales (APR). “En cambio, el requerimiento base mínimo de Basilea, es de 8%. Este requerimiento mayor se estableció a fin de reconocer que el sistema financiero peruano funciona en una economía emergente que enfrenta mayores riesgos que los países desarrollados” (SBS, 2019, p.2). De esta manera, el capital requerido se da de acuerdo a los principales riesgos que afrontan las empresas del sector financiero, entre los que se encuentran el Riesgo de Crédito, Riesgo de Mercado y Riesgo Operacional, por lo que se realiza una diferenciación en las cargas de capital tomando en cuenta los perfiles de riesgo de todas las entidades que forman parte del sistema financiero.

b) Pilar 2: Proceso de Revisión Supervisora

Mediante este pilar se “busca evaluar la suficiencia de capital de cada empresa acorde con los riesgos inherentes a los negocios que realizan y a la calidad de gestión de dichos riesgos” (SBS, 2019, p.2). Por ello, el Pilar 2 está conformado por cuatro componentes: “(i) Proceso de Autoevaluación de Suficiencia de Capital, (ii) Supervisión efectiva de dicho proceso, (iii) Exigencia de colchones de capital y (iv) Acción supervisora temprana” (SBS, 2019, p.2).

Proceso de Autoevaluación de Suficiencia de Capital es el inicio de todos los procedimientos establecidos y es realizado por la entidad supervisada ya que “son las empresas las que deben contar con un proceso para evaluar la suficiencia de su capital en función a su perfil de riesgo y con una estrategia para mantener sus niveles de capital” (SBS, 2019, p.2). De esta manera,

“A partir de 2009 la SBS exige que las entidades que preparen y presenten anualmente un Informe de Autoevaluación de Suficiencia de Capital (IASC) 13 detallado de las necesidades, fuentes y niveles de capital previstos para los siguientes tres (3) años, conforme con una guía metodológica que ha ido perfeccionando con el tiempo.

Finalmente, los tres componentes adicionales se llevan a cabo por el órgano supervisor y los resultados obtenidos en los exámenes de suficiencia son

comparados con el análisis top down² que realiza la SBS con el fin de determinar si existen diferencias relevantes y brindar retroalimentación a las instituciones supervisadas.

c) Pilar 3: Disciplina de Mercado

La SBS ha venido desarrollando la normativa necesaria para cubrir los requerimientos establecidos para la aplicación de este pilar en el país, relacionados a la divulgación de información por parte de las instituciones supervisadas.

La SBS reconoce la importancia de la disciplina de mercado puesto que se cree que los participantes recompensarán una estrategia consciente de administración de riesgos en sus decisiones de crédito e inversión y penalizarán un comportamiento más arriesgado, lo cual se traducirá en un incentivo para que las entidades financieras manejen y controlen sus riesgos de manera eficiente (SBS, 2019, p.2).

“En Basilea II se establecen criterios cualitativos y cuantitativos para la publicación de información referente al ámbito de aplicación de las normas y estructura de capital y la metodología para determinar la adecuación del capital de las empresas” (SBS, 2019, p.2), con el fin de brindar información relevante a los diversos agentes económicos sobre la capacidad que tienen los bancos para afrontar posibles pérdidas financieras.

Asimismo, este pilar hace referencia a la divulgación de información cualitativa y cuantitativa acerca de los riesgos que enfrentan las empresas, incluyendo los objetivos, políticas, estructura organizativa y los procesos vinculados a la gestión de riesgos, así como las exposiciones, coberturas y mitigantes de dichos riesgos (SBS, 2019, p.2).

De esta manera, la adopción de este pilar asegura la transparencia de información para todos los usuarios.

² “Bajo este enfoque, la estimación de los modelos se realiza para el sistema financiero en su conjunto empleando los supuestos de cada escenario, para luego aplicar los parámetros obtenidos a las entidades financieras, y así estimar el impacto sobre los niveles de solvencia del sistema financiero en los escenarios configurados” (SBS, 2018)

2.2.3.3 Normas legales

En el “Texto Concordado de la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros de la Ley N° 26702 y sus modificatorias. Dentro de esta Ley se establecen las funciones, ámbito de competencia y finalidad de la SBS como ente supervisor y regulador, las cuales se presentan en la siguiente tabla resumen:

Tabla 1: Normas correspondientes al ente regulador

Art.	Título	Resumen de la norma	Alcance
345°	Superintendencia de Banca y Seguros	La SBS es una institución constitucionalmente autónoma cuyo objetivo es proteger los intereses del público en el ámbito de los sistemas financiero y de seguros. De esta manera, ejerce el control y supervisión de estas empresas, así como del cumplimiento de la ley orgánica y disposiciones complementarias del BCRP.	Ente regulador
346°	Autonomía y ámbito de competencia de la Superintendencia	La presente Ley determina el marco de la autonomía funcional, económica y administrativa de la Superintendencia de Banca y Seguros, su ámbito de competencia y demás funciones.	Ente regulador
347°	Finalidad de la Superintendencia	Corresponde a la Superintendencia defender los intereses del público, cautelando la solidez económica y financiera de las personas naturales y jurídicas sujetas a su control, velando porque se cumplan las normas legales, reglamentarias y estatutarias que las rigen	Ente regulador

Fuente: Congreso de la República 2019

Elaboración: Propia

En la primera sección de esta ley, se establecen normas comunes tanto para el sector financiero como para el sector seguros, de las cuales se seleccionaron las más relevantes para la investigación:

Tabla 2: Normas comunes para el sector financiero y sector seguros

Art.	Título	Resumen de la norma	Alcance
16°	Capital mínimo	Establece las cantidades mínimas de capital social para el funcionamiento de las empresas y sus subsidiarias. Entre las que se encuentran las empresas de operaciones múltiples, empresas especializadas, bancos de inversión y empresas de seguros. De esta manera, las empresas bancarias requieren de un capital mayor a S/. 14 900 000,00.	Sector financiero y sector seguros
67°	Reserva legal	Las empresas del sistema financiero y del sector seguros deben alcanzar una reserva equivalente no menor al 35% de su capital social. Esta se constituye trasladando no menos del 10% de las utilidades antes de impuestos.	Sector financiero y sector seguros
69°	Aplicación de reservas	Si la empresa de los sistemas financiero o de seguros registra pérdidas, se aplica a su cobertura el monto de las utilidades no distribuidas y de las reservas facultativas, y por la diferencia se reduce automáticamente el monto de la reserva legal o del fondo de garantía.	Sector financiero y sector seguros
72°	Distribución de utilidades	Mientras que la junta general de accionistas no haya aprobado el respectivo balance final y la distribución de utilidades, las empresas están impedidas de repartir estas ganancias netas de un ejercicio anual y de otorgar participación a sus directores en las utilidades.	Sector financiero y sector seguros

Fuente: Congreso de la República 2019

Elaboración: Propia

De igual manera, se establecen normas específicas tanto para las entidades que conforman el sistema financiero como para las del sector seguros:

Tabla 3: Normas específicas para el sistema financiero

Art.	Título	Resumen de la norma	Alcance
135°	Información al público sobre marcha de la empresa	Las empresas del sistema financiero deben mantener informada a su clientela sobre el desarrollo de su situación económica y financiera. Para ello, deben divulgar los estados financieros en el diario oficial y en uno de extensa circulación nacional.	Sector financiero
136°	Clasificación de las empresas del sistema financiero	Las empresas del sector financiero que capten fondos del público deben contar con la clasificación de por lo menos dos empresas clasificadoras de riesgo cada seis meses.	Sector financiero
158°	Organización de la Central de Riesgos e información que contendrá	La Superintendencia tendrá a su cargo un sistema integrado de registro de riesgos financieros, crediticios, comerciales y de seguros denominado "Central de Riesgos", el mismo que contará con información consolidada y clasificada sobre los deudores de las empresas.	Sector financiero
162°	Encaje mínimo legal y encajes adicionales	El encaje mínimo legal es no mayor al 9% del total de las obligaciones sujetas a encaje.	Sector financiero
184°	Patrimonio efectivo	Este artículo detalla la forma en que debe estar constituido el patrimonio efectivo de las empresas, el cual podrá ser destinado a cubrir riesgo de crédito, riesgo de mercado y riesgo operacional.	Sector financiero

Fuente: Congreso de la República 2019

Elaboración: Propia

Tabla 4: Normas específicas para el sistema de seguros

Art.	Título	Resumen de la norma	Alcance
296°	Clasificación de las empresas del sistema de seguros	Las empresas de seguros se someten como mínimo dos veces al año a una clasificación de riesgo por empresas clasificadoras independientes. Estas clasificaciones incluirán los sistemas de medición y administración de riesgos, la solidez patrimonial, la rentabilidad y la eficiencia financiera y de gestión, y la liquidez.	Sector Seguros
297°	Publicación de información	La SBS publica cuando menos trimestralmente información actualizada, destinada a divulgar los principales indicadores de la situación patrimonial, financiera y de gestión de las empresas de seguros.	Sector Seguros
298°	Patrimonio de solvencia	El importe del patrimonio de solvencia se establece en función de la cifra más alta que resulte de la aplicación del margen de solvencia establecido en el artículo 303° y el capital mínimo fijado en el artículo 16°.	Sector Seguros
302°	Límites de endeudamiento	Las empresas de seguros y/o reaseguros sólo pueden tomar créditos, en el país o en el exterior, por una suma que no exceda el equivalente de su patrimonio efectivo. Asimismo, en relación al otorgamiento de fianzas, es de 11 veces el patrimonio efectivo.	Sector Seguros
303°	Margen de solvencia	El margen de solvencia lo determina la SBS en función del importe anual de las primas y la carga media de siniestralidad en los últimos tres ejercicios. Así, cuando el margen de solvencia supere al patrimonio efectivo, la empresa de seguros debe presentar un programa de adecuación patrimonial de acuerdo a las regulaciones que dicte la SBS.	Sector Seguros

Fuente: Congreso de la República 2019

Elaboración: Propia

2.2.4 Bolsa de Valores de Lima – BVL

2.2.4.1 Historia de la Bolsa de Valores de Lima – BVL

“La Bolsa de Valores de Lima tiene antecedentes en el Tribunal del Consulado que fue en el siglo XIX el más alto tribunal de comercio y tuvo un papel decisivo en el nacimiento de la Bolsa de Comercio de la Capital” (BVL, 2019). Así, en 1857

se impulsaron medidas liberales que permitieron la creación de la “(...) Bolsa de Comercio de Lima el 31 de diciembre de 1860, la cual inició sus actividades el 7 de enero de 1861”.

En 1898 y en 1901 se publicaron el primer Boletín y la primera Memoria de la Bolsa Comercial de Lima, ambos documentos son publicados hasta la actualidad y se presentan a la Junta de Socios a través de la Cámara Sindical (BVL, 2019). De esta manera en la Bolsa Comercial de Lima se negociaban acciones, bonos y cédulas, principalmente provenientes de bancos y empresas de seguros, así como instrumentos de deuda peruana. “La cotización de valores fue la actividad primordial tanto por parte de la Cámara Sindical como de la Comisión del Interior” (BVL, 2019).

Como resultado de la volatilidad y las enormes fluctuaciones de los valores durante la crisis de los años 30 así como los cambios generados luego de la Segunda Guerra Mundial, se introdujeron nuevos cambios institucionales. De esta manera, “se iniciaron reformas en 1945 que desembocaron en la creación de la nueva Bolsa de Comercio de Lima en 1951” (BVL, 2019). Finalmente, en el año 1971, luego de que se implementen programas educativos tanto para negociar en la Rueda de Bolsa como en la generación de un mercado de valores real, (...) “las condiciones estaban maduras para la fundación de la actual Bolsa de Valores de Lima” (BVL, 2019).

2.2.4.2 Funciones de la Bolsa de Valores de Lima – BVL

Una de las instituciones esenciales para el mercado de valores peruano es la Bolsa de Valores de Lima y es una de las más importantes bolsas dentro de los mercados de países emergentes. Esta institución

“(...) es una sociedad que se encarga de facilitar la negociación de valores inscritos brindando los servicios necesarios para que esto se desarrolle de manera justa, competitiva, ordenada, continua y transparente de acuerdo a los lineamientos de la Ley del Mercado de Valores y sus normas complementarias y/o reglamentarias” (BVL, 2019).

De esta manera, la BVL tiene como principales funciones:

- El proporcionar locales, sistemas y mecanismos que permitan, a quienes participen del mercado, disponer de información transparente acerca de las propuestas de comercialización de valores para que pueda darse una ejecución imparcial de las órdenes y liquidación de operaciones.
- Procurar el desarrollo creciente del mercado al fomentar negociaciones de valores por medio de actividades y servicios.
- Inscribir y registrar, en conformidad con disposiciones legales y reglamentarias, valores para su negociación en Bolsa.
- Otorgar información pertinente al público acerca de los Agentes de Intermediación como de las operaciones bursátiles.
- Dar a conocer continuamente información sobre la cotización de los valores, la marcha económica y eventos trascendentes de emisores al público interesado (BVL, 2019).

En este sentido, la información disponible sobre las instituciones participantes, entre las que se encuentran las entidades del sistema financiero, será de gran utilidad, debido a que se podrá comparar la evolución de los precios de las acciones de forma histórica, la cual se evaluará en base al contexto económico nacional e internacional. Este análisis permitirá ejecutar proyecciones con un mayor grado de exactitud sobre el desempeño de en el mercado de las acciones de la empresa valorizada.

2.2.5. Situación financiera y situación económica de entidades del sistema financiero

En esta sección se aborda los resultados y desempeño económicos del sistema financiero en comparación con economías a nivel mundial, esto con el fin de mostrar la solidez de la economía peruana y la manera en que el sistema financiero se ve afectado ante choques económicos de gran magnitud.

2.2.5.1. Situación económica

El último informe del BCRP (2018) indica que el crecimiento de América Latina disminuyó a 1.2% en 2018 debido a la inestabilidad en los mercados

internacionales vinculados a la política fiscal expansiva de los Estados Unidos que llevó a un conflicto comercial con China. Esto causó una reducción en la demanda de metales básicos por parte de China, que en consecuencia afectó los precios de la mayoría de los productos básicos. Sin embargo, el BCRP estima que la tasa de crecimiento de América Latina en 2019 y 2020 sería de 1.8% y 2.3%, respectivamente. La recuperación de la economía en la región, según el BCRP, estaría impulsada en parte por una mayor estabilidad en el conflicto comercial que, junto con una recuperación en la economía de China, permitiría un aumento en los precios de los productos básicos (BCRP 2018).

La tasa de crecimiento del PBI tiene un fuerte impacto en todos los sectores del país. Un aumento en la tasa del PBI es un síntoma de bienestar y refleja la estabilidad en la economía con tasas de desempleo más bajas y un aumento en el poder adquisitivo de los agentes económicos, que es uno de los principales impulsores del mercado bancario y de seguros (CFA Institute, 2018). Según el Banco Mundial (2018), Perú ha sido una de las economías de más rápido crecimiento en América Latina y el Caribe, con una tasa esperada de 3.9% en 2018, impulsada por la demanda interna.

Según el último informe del INEI, los servicios financieros (Banca, microfinanzas, seguros, entre otros) son el segundo sector de más rápido crecimiento (109%), con una tasa de crecimiento anual promedio de 8.1% de 2008 a 2017. También representan el 4.5% de los ingresos brutos del país. Aunque el sector tuvo uno de los impactos más duros en 2017, principalmente debido a los escándalos de corrupción, el fenómeno infantil y los proyectos de construcción inmovilizados. (2018).

2.2.5.2 Situación financiera

Tal como se mencionó antes, el sistema financiero peruano consta de 54 compañías financieras que poseen alrededor de 464 mil millones de soles en activos, de los cuales 16 son bancos comerciales. En ese sentido, el BCRP menciona lo siguiente:

El sistema financiero peruano continuó manteniendo una posición estable en los últimos doce meses, en un contexto de crecimiento del crédito. El

mayor dinamismo de las colocaciones permitió un aumento de la rentabilidad que se registró conjuntamente con una leve disminución de los indicadores de liquidez y de solvencia. Pese a ello, estos indicadores siguen siendo holgados y se ubican en sus niveles promedio del último quinquenio (BCRP, 2019, p.7).

Cuadro N° 1

Empresas de Operaciones Múltiples	Activos a Setiembre 2019		
	Número de Empresas	Monto (S/ Millones)	Participación (%)
Banca Múltiple	15	413,547	89.07
Empresas financieras	11	16,355	3.52
Cajas municipales (CM)	12	28,780	6.20
Cajas rurales de ahorro y crédito (CRAC)	7	2,834	0.61
Entidades de desarrollo de la pequeña y microempresa (Edpyme)	9	2,787	0.60
TOTAL	54	464,302	100

Fuente: BCRP

Los bancos, por su parte, representan más del 87% de todos los depósitos, créditos directos y activos totales. De estas 16 empresas, se destacan cuatro: Banco de Crédito del Perú (BCP), BBVA, Scotiabank e Interbank. La concentración del mercado en Perú es más alta que en otros países de América Latina (SBS 2019). Según el ranking de créditos, en Banco de Crédito es el que lidera el sector con una participación de 34% tal como se muestra en el gráfico

Gráfico N° 1: Ranking de Créditos

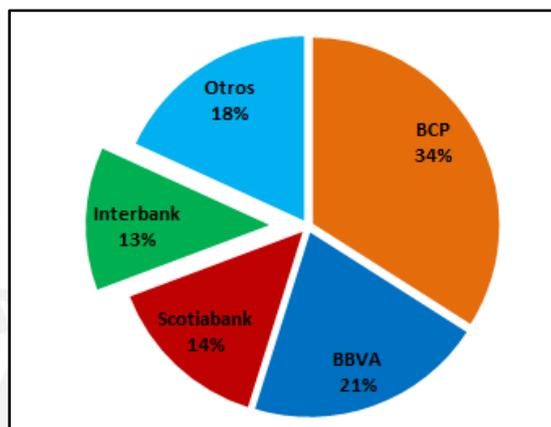


Fuente: SBS

Elaboración: Propia

Del mismo modo, para el caso de depósitos la mayor participación aún la mantiene el Banco de Crédito (34%) seguido por BBVA (21%). Ambos bancos son los que dominan en sector por su gran tamaño y antigüedad. El resto de participación está dividida entre Scotiabank (14%), Interbank (13%) y otros bancos (18%) tal como se puede observar en el gráfico 2:

Gráfico N° 2: Ranking de depósitos



Fuente: SBS

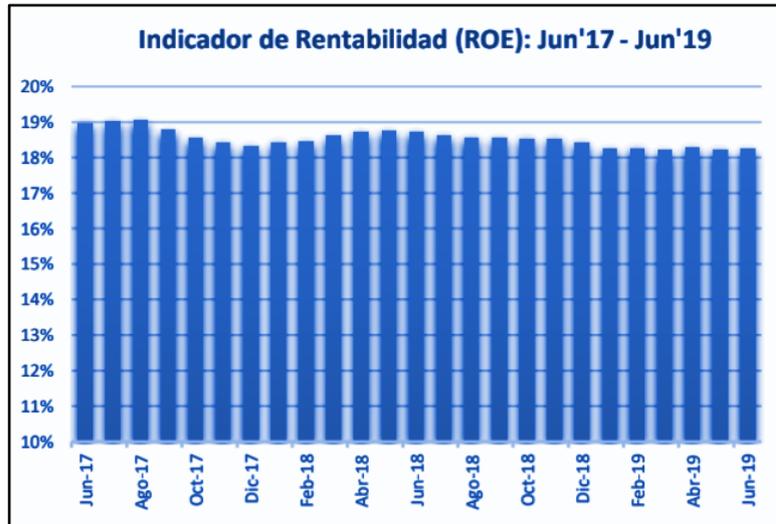
Elaboración: Propia

Por otro lado, la rentabilidad del sector financiero muestra un desempeño óptimo. ASBANC menciona lo siguiente:

“Por su parte, el nivel de rentabilidad registrado por el sistema bancario, medido a través del ROE, se ubicó en 18.41% en diciembre del 2018, 0.11 puntos porcentuales por encima de lo anotado un año atrás. La mayor rentabilidad del sistema bancario se explica -principalmente- por el incremento de la intermediación financiera registrada el año pasado y una mayor eficiencia” (2019).

Como se muestra en la cita y se observa en la gráfica, la rentabilidad de los bancos peruanos no ha mantenido un crecimiento constante. Además, se puede notar que desde el 2016 ha sufrido una ligera disminución.

Gráfico N° 3: Indicador de rentabilidad



Fuente: ASBANC

2.2.5.3 Evolución de los créditos en el sistema Financiero

La economía peruana ha tenido un crecimiento sostenido. Esto beneficio a las empresas del sector financiero en gran medida, ya que al mejorar el mercado también mejoraba la cartera de créditos de las empresas financieras. Esto debido a que las empresas estaban en expansión por el gran auge económico. Esto se puede verificar con los datos emitidos por la SBS. Esta entidad menciona lo siguiente:

“Al cierre del año 2018, los saldos de los créditos directos y depósitos del sistema financiero ascendieron a S/ 315 895 y S/ 298 689 millones, respectivamente. Esto representó un crecimiento interanual (excluyendo el efecto de la variación de tipo de cambio) de 3,7% de los créditos y de 6,4% de los depósitos. Como porcentaje del PBI, los créditos registraron un leve incremento y los depósitos se mantuvieron estables, en comparación con los niveles observados en el 2017, y se situaron en 40,6% y 38,6%, respectivamente” (SBS, 2019,).

Esta afirmación viene sustentada con la evolución histórica de los créditos directos en la que se puede notar un crecimiento progresivo de los créditos. No obstante, la variación anual no ha seguido esta tendencia desde junio del 2018.

Gráfico Nº 4: Créditos directos del Sistema Financiero



Fuente: SBS

2.2.6 Ratios Financieros

Los ratios financieros se utilizan para evaluar la salud financiera general de las empresas, con el objetivo final de tomar mejores decisiones de inversión (Corporate Finance Institute, s.f., p.3). Asimismo, mediante el uso de estos ratios podremos comprender el desempeño de las instituciones en relación a su eficiencia y rentabilidad.

Para el caso de las entidades del sistema financiero, los ratios tienen una forma de cálculo distinta a los comúnmente utilizados en finanzas corporativas, por lo que para desarrollarlos de forma más amplia se utilizarán el Glosario de Términos e Indicadores Financieros publicado por la SBS, así como la Guía de Compilación de Indicadores de Solidez Financiera emitida por el FMI.

2.2.6.1 Ratios de liquidez

Los indicadores de liquidez se utilizan para evaluar la solidez financiera de una empresa, ya que estos miden su capacidad para pagar obligaciones de deuda

tanto a corto como a largo plazo (Corporate Finance Institute, s.f., p.21). De esta manera, el análisis de estos ratios nos permitirá determinar el riesgo relacionado a los créditos de la institución financiera evaluada en esta investigación. Para el caso específico de las instituciones financieras, se cuentan con tres ratios principales:

- Ratio de Liquidez: “Es el promedio mensual de los saldos diarios de los activos líquidos (MN o ME) dividido entre el promedio mensual de los saldos diarios de los pasivos de corto plazo (MN o ME)” (SBS, 2010, p.8). Asimismo, de acuerdo a la regulación vigente, “las instituciones financieras deben mantener un ratio mínimo de 8% en MN y de 20% en ME” (Congreso de la República, 2009).
- Ratio de Liquidez Global: este ratio es el indicador del “promedio mensual de los saldos diarios de los activos líquidos en moneda nacional y en moneda extranjera entre el promedio mensual de los saldos diarios de los pasivos de corto plazo en moneda nacional y en moneda extranjera” (SBS, 2010, p.8).
- Caja y Bancos sobre Obligaciones a la Vista: “Es la capacidad de la empresa para afrontar sus obligaciones a la vista (MN o ME) con el efectivo disponible en moneda nacional o extranjera (SBS, 2010, p.8).

2.2.6.2 Ratios de eficiencia y gestión

Los ratios de eficiencia se utilizan para medir qué tan bien una empresa está utilizando sus activos y recursos (Corporate Finance Institute, s.f., p.21). Estos indicadores examinan generalmente cuánto tiempo le lleva a una empresa cumplir con segmentos de sus operaciones. Así, los ratios que propone la SBS para evaluar a las entidades bajo su supervisión son los siguientes:

- Depósitos sobre Número de Oficinas: “el indicador mide el monto promedio de depósitos captado en cada oficina. Para la construcción del indicador, se considera el total de depósitos, incluyendo los recibidos en las sucursales del exterior” (SBS, 2010, p.8).

- Gastos de Administración Anualizados sobre Activo Rentable Promedio (%): “Este indicador mide el gasto medio generado en los últimos 12 meses en personal, directorio, servicios recibidos de terceros, impuestos y contribuciones por cada nuevo sol de activo rentable promedio de los últimos doce meses” (SBS, 2010, p.8).
- Gastos de Operación sobre Margen Financiero Total (%):

Este indicador mide el porcentaje de los ingresos netos que están destinados a cubrir gastos en de personal, directores, servicios prestados por terceros, impuestos y contribuciones, depreciaciones y amortizaciones. “El margen financiero total equivale al margen financiero bruto, más los ingresos por servicios financieros, menos los gastos por servicios financieros y más otros ingresos y gastos” (SBS, 2010, p.8).

2.2.6.3 Ratios de solvencia

“Los ratios de solvencia representan el interés remanente de los propietarios en los activos de las instituciones después de deducir los pasivos” (FMI, 2006, p.81). Por ello, estos datos brindan una medida global de los recursos de capital con los que cuentan las entidades del sistema financiero, el cual es fundamental para la absorción de posibles pérdidas. Así, los dos ratios más utilizados para analizar la solvencia son dos:

- Ratio de capital global: Este ratio financiero, mide la suficiencia de capital de las instituciones y se basa en las definiciones de capital de Basilea señaladas anteriormente (FMI, 2006, p.81) y se calcula dividiendo el “patrimonio efectivo sobre los activos y contingentes ponderados por riesgo de crédito, de mercado y operacional” (BCRP, 2015, p.2).
- Ratio Capital/Activos: “este indicador mide el apalancamiento financiero” (FMI, 2006, p.81), es decir, el grado en que los activos se encuentran financiados con fondos de terceros y es otro ratio que evalúa la suficiencia de capital de las instituciones del sistema financiero. Se calcula dividiendo el capital y reservas, incluyendo el capital nivel 1, entre los activos financieros y no financieros totales (FMI, 2006, p.81).

2.2.6.4 Ratio de calidad de activos

Estos ratios se emplean principalmente para “detectar problemas de calidad de los activos de la cartera de préstamos. (...) Por lo general, son indicadores retrospectivos porque identifican los préstamos en mora cuando ya han surgido los problemas” (FMI, 2006, p.81). De esta manera, se puede identificar la parte de la cartera total de activos con niveles elevados de riesgo que se verá reflejada en el valor de la empresa.

- **Cartera con riesgo:** “está compuesta por los Créditos directos e indirectos por categoría de riesgo del deudor con un nivel de riesgo mayor que la categoría normal” (BCRP, 2015, p.2).
- **Activo Rentable sobre Activo Total (%):** “este indicador mide la proporción del activo que genera ingresos financieros” (SBS, 2010, p.8).
- **Cartera Atrasada/ Créditos Directos:** “Porcentaje de los créditos directos que se encuentra en situación de vencido o en cobranza judicial” (SBS, 2010, p.8). Este ratio se aplica por separado a los créditos en moneda nacional y en moneda extranjera.
- **Créditos Refinanciados y Reestructurados/ Créditos Directos:** “porcentaje de los créditos directos que han sido refinanciados o reestructurados” (SBS, 2010, p.8).
- **Provisiones / Cartera Atrasada:** “porcentaje de la cartera atrasada que se encuentra cubierta por provisiones” (SBS, 2010, p.8).

2.2.6.5 Ratios de rentabilidad

Los índices de rentabilidad son métricas financieras utilizadas para medir y evaluar la capacidad de una empresa para generar ingresos en relación con los ingresos, los activos, los costos y el capital de los accionistas durante un período de tiempo (Corporate Finance Institute, s.f., p.21). Mediante el análisis de estos ratios se podrá determinar qué tan bien una empresa utiliza sus activos para producir ganancias y valor para los accionistas y según los cuales la cotización de

sus acciones puede verse afectada considerablemente. De esta manera, dentro de los principales ratios de rentabilidad para el sistema financiero tenemos:

- **Rendimiento del patrimonio neto:** se calcula dividiendo el ingreso neto (ingreso bruto menos gastos brutos) entre el capital correspondiente al mismo periodo. Este indicador financiero busca medir la eficiencia con la que las instituciones del sistema financiero utilizan su capital, así como sobre la sostenibilidad de su posición de capital (FMI, 2006, p.82).
- **Rendimiento de los activos:** este ratio busca medir la eficiencia con la que las instituciones del sector financiero utilizan sus activos y se puede interpretar junto con el ratio anterior. “El rendimiento de los activos se calcula dividiendo el ingreso neto entre el valor medio de activos totales correspondiente al mismo período” (FMI, 2006, p.82). Cabe resaltar que los montos de ingresos netos no incluyen los ingresos extraordinarios e impuestos.
- **Ingresos Financieros sobre Ingresos Totales:** “este indicador mide la contribución de los ingresos financieros en los ingresos totales de la institución acumulados en el año” (SBS, 2010, p.8). Así, el ratio permite analizar el grado en que su actividad de intermediación financiera les genera ingresos.
- **Ingresos Financieros Anualizados sobre Activo Rentable Promedio:** “este indicador mide el rendimiento implícito que recibe la empresa por el total de activo rentable promedio de los últimos 12 meses” (SBS, 2010, p.8). De esta manera, se evalúa el grado en que los activos rentables permiten la generación de ingresos financieros

2.2.7. Valorización de empresas

2.2.7.1 Wacc

El Weighted Average Cost of Capital es un promedio ponderado del costo de capital de la empresa $r(E)$ y su costo de deuda $r(D)$, con las ponderaciones creadas por los valores de mercado del patrimonio de la empresa (E) y deuda (D) (Benningna, 2014, p.71):

Cuadro 1: Fórmula del WACC

$$WACC = \frac{E}{E+D}r_E + \frac{D}{E+D}r_D(1-T_C)$$

where

E = market value of the firm's equity

D = market value of the firm's debt

T_C = firm's corporate tax rate

r_E = firm's cost of equity

r_D = firm's cost of debt

Fuente: Benningna, 2014, p.71

Uno de los principales problemas técnicos es el cálculo del costo de capital de la empresa $r(E)$. Para realizar dicho cálculo se considerará la tasa de descuento aplicada a los flujos de capital de la compañía, la cual estará basada en el Modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model). Dicho modelo calcula el costo de capital basado en la correlación entre los rendimientos de capital de la empresa y los rendimientos de una cartera de mercado (Benningna, 2014, p.72), el cual será desarrollado más ampliamente en el apartado siguiente.

El otro componente problemático del costo de capital es el costo de la deuda $r(D)$, debido a que se debe realizar una estimación del costo futuro anticipado de los préstamos de la empresa. De esta manera, Benningna propone tres modelos para calcular el costo de la deuda:

- El costo de la deuda $r(D)$ se calcula más comúnmente mediante los pagos de intereses netos actuales divididos por su deuda neta promedio (deuda neta: deuda menos efectivo y valores negociables).
- Un método alternativo para calcular el $r(D)$ es imputando el costo de la deuda de la empresa de una curva de rendimiento ajustada por calificación.
- Finalmente, se puede calcular el rendimiento esperado de los bonos de la empresa como un proxy por su costo de la deuda (2014).

Para alcanzar los objetivos de la investigación, el modelo a utilizar en el cálculo del costo de deuda será el primero, ya que, en nuestra opinión, es una aproximación más conservadora y la que mejor se adapta a la información disponible.

2.2.7.2 CAPM

Este modelo fue introducido, en un comienzo, por Sharpe en 1964; sin embargo, en la literatura sobre finanzas, lo más común es hacer referencia a tres autores como inicio y posterior desarrollo de la teoría de mercado de capitales: Sharpe (1964), Lintner (1965) y Mossin (1966) (Ferrando 2005: 114).

El Modelo de Valuación de los Activos de Capital (CAPM, por sus siglas en inglés) nos da una predicción precisa sobre la relación que se debe obtener entre el riesgo de un activo y su rendimiento esperado. De esta forma, de acuerdo a Kane esta relación cumple dos funciones vitales:

Primero, proporciona una tasa de rendimiento de referencia evaluando posibles inversiones. En segundo lugar, el modelo nos ayuda a hacer una conjetura sobre el rendimiento esperado de los activos que aún no han sido comercializado en el mercado (2014, p.291).

En este sentido, “el CAPM deriva el costo de capital de la empresa de su covarianza con el rendimiento del mercado” (Benningna, 2014, p.81). La clásica fórmula CAPM para el costo de capital de la empresa es:

Cuadro 2: Fórmula del CAPM

$$r_E = r_f + \beta [E(r_M) - r_f]$$

where

r_f = the market risk-free rate of interest

$E(r_M)$ = the expected return on the market portfolio

β = a firm-specific risk measure = $\frac{Cov(r_{stock}, r_M)}{Var(r_M)}$

Fuente: Benningna, 2014, p.291

Cada una de las variables, serán desarrolladas con mayor profundidad en caso aplicativo del modelo de ingresos residuales, en los que se mostrará con mayor detenimiento el cálculo del Beta, la tasa libre de riesgo y la prima de mercado.

2.2.7.3 Tasa de descuento

La tasa de descuento es empleada para la valorización de diversos activos financieros como por ejemplo la estimación del precio de un bono. “La tasa de descuento es un término general para cualquier tasa utilizada para encontrar el valor presente de un flujo de caja futuro. Una tasa de descuento refleja la compensación requerida por los inversores por retrasar el consumo, generalmente asumido que es igual a la tasa libre de riesgo, y su compensación requerida por el riesgo del flujo de caja” (Schweser, 2018, p.156).

Por lo general, la tasa de descuento es empleada para determinar el valor intrínseco de una acción o también denominado valor fundamental. Para estimarla se emplean diversas metodologías para obtener una tasa requerida.

2.2.7.4 Valor fundamental

El valor fundamental es un concepto muy empleado en el mundo de la valorización de empresas. El CFA Institute define al valor fundamental como el valor de un activo dado una comprensión hipotética completa de las variables en condiciones actuales para la inversión en un activo; El valor obtenido se estima bajo condiciones actuales (CFA institute, 2018). En otras palabras, el valor intrínseco o valor fundamental de un activo es el valor que un inversionista racional con pleno conocimiento de las características del activo pagaría voluntariamente (Schweser, 2018, p.156). En ese sentido, el valor fundamental mostrará un resultado que una persona podría pagar por un activo en un periodo de tiempo teniendo en consideración diversos supuestos. Para esta investigación, se calculará el valor fundamental para una empresa que cotiza en la bolsa de valores de Lima: Interbank

2.2.7.5 Simulación de Montecarlo

La simulación montecarlo es una herramienta muy usada en diversos sectores como en las finanzas y la estadística. Azofeifa la define de la siguiente manera:

“La simulación Monte Carlo es básicamente un muestreo experimental cuyo propósito es estimar las distribuciones de las variables de salida que depende de variables probabilísticas de entrada. Los investigadores acuñaron este término por su similaridad al muestreo aleatorio en los juegos de ruleta en los casinos de Monte Carlo”. (2013)

Como se puede observar, esta herramienta realiza simulaciones con variables de salida para obtener una probabilidad estadística. En base a ello, se emplea esta herramienta para calcular la probabilidad de las variables que se tomarán como supuestos para las proyecciones que se realizará para el banco Interbank.

2.2.8 Métodos de valorización de una empresa

En esta sección se describirán las principales y más aceptadas metodologías de valorización de empresas existentes y sobre las cuales se trabajará una de las hipótesis específicas de la investigación.

2.2.8.1 Modelo de Descuento de dividendo

El modelo de descuento de dividendos está basado en la justificación de que el valor intrínseco de las acciones es el valor presente de los dividendos futuros (Schweser, 2018, p.359). De esta manera, la forma general del modelo es la siguiente:

Cuadro 3: Fórmula del MDD

$$V_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + k_e)^t}$$

where:

V_0 = current stock value

D_t = dividend at time t

k_e = required rate of return on common equity

Fuente: CFA Institute, 2018

El modelo se extiende desde la tenencia de la acción durante sólo un periodo hacia la tenencia durante múltiples periodos. Así, para ambos casos se usan las siguientes fórmulas matemáticas:

- Para 1 periodo

Cuadro 4: Fórmula del MDD 1 periodo

$$\text{value} = \frac{\text{dividend to be received}}{(1+k_e)} + \frac{\text{year-end price}}{(1+k_e)}$$

Fuente: CFA Institute, 2018

- Para múltiples periodos

Cuadro 5: Formula del MDD, múltiples periodos

$$\text{value} = \frac{D_1}{(1+k_e)} + \frac{D_2}{(1+k_e)^2} + \frac{P_2}{(1+k_e)^2}$$

Fuente: CFA Institute, 2018

2.2.8.2 Modelo de Flujo de caja libre

Un modelo de flujo de efectivo descontado aplicado a la valoración de patrimonio obtiene el valor de las acciones comunes como el valor presente o descontado de su efectivo futuro esperado (CFA Institute, 2019, p.280). El flujo de caja libre (FCF), es comúnmente usado en modelos de descuento de flujo de efectivo, porque representa la cantidad potencial de efectivo que puede ser pagado a los acreedores. En este sentido, el flujo de caja libre descontado refleja la capacidad de la firma para pagar dividendos; sin embargo, también es útil para firmas que actualmente no pagan dividendos (Schweser, 2018, p.361).

De acuerdo a Benninga (2014), el método de flujo de efectivo con descuento (DCF) se centra en dos conceptos centrales:

- Los flujos de caja libres (FCF) de la empresa se definen como el efectivo creado por las actividades operativas de la empresa.
- El costo promedio ponderado de capital (WACC) de la empresa es la tasa de descuento ajustada al riesgo de los FCF.

De esta manera, el valor de la empresa es la sumatoria de los flujos de caja libre descontados a la tasa WACC:

Cuadro 6: Fórmula de Enterprise Value

$$EV = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t}$$

Fuente: Benninga, 2014, p.281

Existen dos formas de obtener los flujos de caja libres de una empresa, ya sea partiendo de la utilidad neta o de la utilidad antes de intereses e impuestos (EBIT). En nuestra opinión, la mejor forma para calcular el flujo de caja es partiendo del EBIT, principalmente, por la dificultad que hay en la proyección de los impuestos por pagar para el cálculo de la utilidad neta, punto será tratado a profundidad en

el desarrollo de la investigación. En este sentido, el FCF se obtiene de la siguiente manera:

Cuadro 7: Metodología para obtener el flujo de caja libre

Free Cash Flow Based on the EBIT (earnings before interest and taxes)	
EBIT	
+ Depreciation and other non-cash expenses	
- Increase in Operating Current Assets	The sum $-\Delta CA + \Delta CL$ is the change in the firm's net working capital ΔNWC
+ Increase in Operating Current Liabilities	
- Increase in fixed assets at cost (CAPEX)	

Fuente: Benningna, 2014, p.283

De esta manera, el FCF se define como el efectivo restante después de que una empresa cumple con todas sus obligaciones de deuda y proporciona los gastos de capital necesarios para mantener los activos existentes y para comprar los nuevos activos necesarios para respaldar el supuesto crecimiento de la empresa (Schweser, 2014, p.361). La parte más complicada en la obtención de estos flujos se encuentra al momento de realizar las proyecciones, las cuales se basan en data contable. Al igual que el caso anterior, este punto será desarrollado más adelante.

2.2.8.3 Modelo de valorización por Múltiplos

En un enfoque de precio múltiple, un analista compara el valor de una acción precio múltiple a un valor de referencia basado en un índice, un grupo industrial de empresas o un Grupo de firmas dentro de un sector (Schweser, 2018, p.369). Los múltiplos más comunes utilizados para la valoración son los ratios price to earnings (precio a ganancias), price to cash flow (precio a flujo de caja), price to sales (precio a ventas) y price to book value (precio a valor contable) y de definen de la siguiente manera:

- Price to earnings (P/E): la relación P/E es el precio de las acciones de una empresa dividido por ganancias por acción.
- Price to sales (P/S): la relación P/S es el precio de las acciones de una empresa dividido por las ventas.
- Price to book value (P/B): la relación P/B es el precio de las acciones de una empresa dividido por Valor contable del patrimonio neto por acción.
- Price to cash flow (P/CF): la relación P/CF es el precio de las acciones de una empresa dividido por flujo de efectivo por acción, donde el flujo de efectivo puede definirse como flujo de efectivo operativo o flujo de caja libre (Schweser, 2018, p.369).

Estos múltiplos de precios se calculan fácilmente y se pueden usar en series de tiempo y comparaciones transversales.

De esta forma, cuando comparamos un múltiplo de precio, como P/E, para una empresa con los de otras empresas según los precios del mercado, estamos utilizando múltiplos de precios basados en comparables. Por el contrario, los múltiplos de precios basados en fundamentos nos dicen que deberían ser múltiplos basados en algún modelo de valoración y, por lo tanto, no dependen de los precios actuales de mercado de otras compañías para establecer su valor (Schweser, 2018, p.369).

Por ello, estos ratios pueden indicar si las acciones de la compañía están subvaluadas o sobrevaluadas para generar oportunidades de inversión. Además, se ha demostrado que muchas de estas proporciones son útiles prediciendo retornos de acciones, puesto que “(...) bajos múltiplos se asocian con mayores retornos futuros” (Schweser, 2018, p.369).

2.2.8.4 Modelo de Ingresos Residuales

Como concepto económico, el ingreso residual tiene una larga historia, que se remonta a Alfred Marshall a fines del siglo XIX. Desde la década de 1920, la empresa General Motors utilizó el concepto para evaluar uno de sus segmentos de negocios. Más recientemente, Los modelos de ingresos residuales es conocido por otros nombres como beneficio económico, ganancias económicas, ganancias anormales o valor agregado económico porque es una estimación del beneficio

de la empresa después de deducir el costo de todo el capital: deuda y capital. se utiliza el término ganancias anormales (CFA Institute, 2018).

Asimismo, el Modelo de ingreso residual también se ha denominado tanto el modelo de ingresos anormales descontados como el modelo de Edwards-Bell-Ohlson por los nombres de los investigadores en el campo. El modelo de valoración analiza el valor intrínseco del patrimonio neto como la suma de dos componentes:

- el valor contable actual del patrimonio neto, y
- el valor presente del ingreso residual futuro esperado (CFA institute, 2018).

A largo plazo, respecto al valor intrínseco, las compañías que generan ganancias por más que el costo de capital deberían vender por más del valor en libros, y las compañías que ganan menos que el costo de capital deberían vender por menos del valor en libros (CFA institute, 2018). Según el modelo de ingreso residual, el valor intrínseco de las acciones comunes se puede expresar de la siguiente manera:

Cuadro 8: Fórmula del residual income

$$V_0 = B_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{RI_t}{(1+r)^t} = B_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E_t - rB_{t-1}}{(1+r)^t}$$

where

V_0 = value of a share of stock today ($t = 0$)

B_0 = current per-share book value of equity

B_t = expected per-share book value of equity at any time t

r = required rate of return on equity investment (cost of equity)

E_t = expected EPS for period t

RI_t = expected per-share residual income, equal to $E_t - rB_{t-1}$

Fuente: CFA Institute, 2018

3. Hipótesis y Variables

3.1 Hipótesis

3.1.1 Hipótesis General

- El modelo de ingresos residuales es el más adecuado para la valorización de empresas financieras peruanas.

3.1.2 Hipótesis Específicas

- El modelo de ingresos residuales presenta más fortalezas y menos debilidades que otros modelos de valorización de empresas financieras.
- La regulación de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP hace más restringida la elección del modelo de valorización de empresas financieras peruanas.
- El modelo de ingresos residuales contribuye en la obtención de un valor fundamental más preciso de la entidad valorizada

3.2 Variables

3.2.1 Identificación de variables

a) Variable 1: Modelo de ingresos residuales

Indicadores:

- i. Tasa de descuento
- ii. Ratio de solvencia
- iii. Ratios de rentabilidad
- iv. Ratios de apalancamiento
- v. Evolución de los créditos

b) Variable 2: Valorización de empresas

Indicadores:

- i. Ratios de rentabilidad
- ii. Ratios de gestión
- iii. Ratios de Apalancamiento

- iv. Tasa de descuento
- c) Variable 3: Fortalezas
- Indicadores:
- i. Ratios de rentabilidad
 - ii. Ratios de gestión
 - iii. Ratios de Apalancamiento
 - iv. Valor fundamental
- d) Variable 4: Regulación de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP
- Indicadores:
- i. Normas legales
 - ii. Pilares regulatorios
- e) Variable 5: Modelos de valorización
- Indicadores:
- i. Concepto
 - ii. Tipos de modelos
- f) Variable 6: Valor fundamental
- Indicadores:
- i. Concepto
 - ii. Simulación Montecarlo

3.2.2 Operacionalidad de variables

- a) Variable 1 - Modelo de ingresos residuales: es el modelo base sobre el que se llevará a cabo la investigación, por lo que es necesario desarrollar las investigaciones realizadas en torno a este modelo, conceptualizarlo y establecer su estructura.

Indicadores:

- i. Ratio de solvencia: Estos ratios buscan medir la efectividad y habilidad de la empresa para el pago de sus deudas, tanto a corto plazo como largo plazo. Con ello se busca determinar la frecuencia de pagos para la proyección de deuda.
 - ii. Ratios de rentabilidad: Como se mencionó anteriormente, los ratios de rentabilidad permiten medir la efectividad y eficiencia del uso de los recursos para generar beneficio económico.
 - iii. Ratios de apalancamiento: Ratios empleados para medir los niveles de deuda de una empresa. Con ello se busca establecer los niveles históricos de deuda para realizar las proyecciones para la valuación de la empresa.
 - iv. Evolución de los créditos: La evolución de los créditos busca establecer una relación con variables macroeconómicas para determinar su correlación y futuro crecimiento o recesión.
 - v. Tasa de descuento: Tasa empleada bajo el modelo CAPM para traer a valor presente los flujos proyectados.
- b) Variable 2 - Valorización de empresas: La valorización de empresas es el tema general de la investigación, de modo que se debe detallar en qué consiste y los conceptos financieros involucrados en su desarrollo.

Indicadores:

- i. Ratios de rentabilidad: Como se mencionó anteriormente, los ratios de rentabilidad permiten medir la efectividad y eficiencia del uso de los recursos para generar beneficio económico.
- ii. Ratios de gestión: Estos ratios buscan medir el nivel de frecuencia en que los activos se convierten en efectivo.
- iii. Ratios de Apalancamiento: Ratios empleados para medir los niveles de deuda de una empresa. Con ello se busca establecer los niveles históricos de deuda para realizar las proyecciones para la valuación de la empresa.
- iv. Tasa de descuento: Tasa empleada bajo el modelo CAPM para traer a valor presente los flujos proyectados.

- c) Variable 3 - Fortalezas: Para esta variable se llevará a cabo una comparación entre los diferentes modelos de valorización para poder identificar el modelo que tiene más fortalezas para la valorización de empresas del sector financiero peruano.

Indicadores:

- i. Ratios de rentabilidad: Como se mencionó anteriormente, los ratios de rentabilidad permiten medir la efectividad y eficiencia del uso de los recursos para generar beneficio económico.
- ii. Ratios de gestión: Estos ratios buscan medir el nivel de frecuencia en que los activos se convierten en efectivo
- iii. Ratios de Apalancamiento: Ratios empleados para medir los niveles de deuda de una empresa. Con ello se busca establecer los niveles históricos de deuda para realizar las proyecciones para la valuación de la empresa.
- iv. Valor fundamental: Como se desarrolló anteriormente, este valor es el valor de las acciones que se obtiene luego de la aplicación de un modelo de valorización, el cual varía de acuerdo a los supuestos realizados.

- d) Variable 4 - Regulación de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP: La SBS es el organismo regulador y supervisor del sistema financiero, por ello, es necesario definir sus principales funciones y los estándares internacionales que se adoptan para la supervisión bancaria en el Perú.

Indicadores:

- i. Normas legales: existen normas comunes y específicas para el sector financiero y de seguros, las cuales tienen un impacto en la actividad de intermediación financiera y, por lo tanto, en la información que presentan las entidades supervisadas. De esta manera, se evaluará el impacto de estas normas en la elección del modelo de valorización.
- ii. Pilares regulatorios: los estándares internacionales adoptados y adaptados a la realidad económica peruana tienen efectos en cómo las empresas del sistema financiero gestionan sus riesgos y

presentan la información financiera. Con ello se busca establecer las limitaciones existentes para los modelos.

- e) Variable 5 - Modelos de valorización: Dado que existen 4 modelos de valorización se debe definir cada uno para establecer las principales diferencias existentes en cada uno. Por lo cual, es necesario conocer el concepto de cada uno de los modelos y describir cada uno de ellos.

Indicadores:

- i. Concepto: se define cada modelo de valorización con la finalidad de establecer comparaciones entre las diversas metodologías empleadas.
 - ii. Tipos de modelos: Se debe describir cada modelo para identificar las principales diferencias para calcular el valor fundamental. La gran diversidad de modelos muestra una metodología diversificada para la evaluación. Además, se describe el modelo que se emplea para el caso aplicativo.
- f) Variable 6 - Valor fundamental: se debe realizar la conceptualización del valor fundamental, el cual se obtendrá luego de la aplicación del modelo de ingresos residuales y se comparará con el valor de mercado.

Indicadores:

- i. Concepto: Se define el valor fundamental
- ii. Simulación Montecarlo: Es una herramienta de muestreo que contribuirá en la determinación de las probabilidades de que el valor fundamental hallado sea el más exacto posible.

4. Metodología de la Investigación

4.1 Tipo de Investigación

La presente investigación tiene una naturaleza de tipo Mixta (Cualitativa y Cuantitativa). Cualitativa porque se hará una recopilación de información

financiera de la empresa Interbank y del sector financiero en general y Cuantitativa porque se va a emplear modelos de estimación probabilísticos para determinar el precio de la acción de la empresa Interbank que cotiza en la bolsa de valores de Lima con la ayuda de la herramienta Montecarlo.

4.1.1 Nivel de la Investigación

La investigación es de carácter descriptivo, explicativo, analítico y aplicativo. Descriptivo, ya que se busca identificar situaciones y características de un objeto de estudio en particular (Bernal 2010: 110). En este caso, el objetivo del estudio es la correcta valoración de bancos en el Perú. Explicativo, puesto que se explicará la metodología de los modelos de valorización y el impacto del aspecto normativo en la aplicación del modelo propuesto. Analítico y aplicativo, ya que se analizarán las fortalezas de los modelos para la valorización de empresas del sector financiero para posteriormente aplicar el modelo de ingresos residuales al caso de la empresa Interbank.

4.2 Diseño de la Investigación

El método de la investigación es deductivo - inductivo. Por un lado, es deductivo porque se llevará a cabo un análisis de los modelos de valorización y, en especial del modelo de ingresos residuales. “Este método consiste en tomar conclusiones generales a fin de obtener explicaciones de casos particulares” (Bernal 2010: 59). Por otro lado, es inductivo debido a que se pretende llegar conclusiones basadas en la proyección de estados financieros para determinar si la aplicación del modelo de ingresos residuales es el más adecuado para la valorización de empresas financieras peruanas. “Este método utiliza el análisis para llegar a conclusiones generales partiendo de casos particulares validados” (Bernal 2010: 59).

4.3 Población y muestra

4.3.1 Descripción de la Población

La población seleccionada para la investigación es la Banca Múltiple peruana, la cual está conformada por las siguientes: empresas:

Tabla N° 5: Empresas que conforman la Banca Múltiple

Empresas	
1	Banco de Comercio
2	Banco de Crédito del Perú
3	Banco Interamericano de Finanzas (BanBif)
4	Banco Pichincha
5	BBVA
6	Citibank Perú
7	Interbank
8	MiBanco
9	Scotiabank Perú
10	Banco GNB Perú
11	Banco Falabella
12	Banco Ripley
13	Banco Santander Perú
14	Banco Azteca
15	CRAC CAT Perú
16	ICBC PERU BANK

Fuente: (BCRP, 2019)

4.3.2 Selección de la muestra

No se identificará una muestra específica porque el diseño de la investigación establece la valorización de una empresa específica.

4.4 Recolección de datos

La recolección de datos se realizará de forma documental, puesto que se utilizará información financiera y no financiera de la empresa Interbank la cual se

encuentra disponible en la página web de la Compañía, la SMV y la BVL. Asimismo, se obtendrá información de las índices bursátiles e indicadores económicos del terminal Bloomberg Professional.

De igual manera, se hará un relevamiento de investigaciones relacionadas a la valorización de empresas del sector financiero, las cuales son principalmente fuentes internacionales. Por último, se utilizarán las fichas bibliográficas realizadas durante el relevamiento de información.

4.4.1 Diseño de instrumentos

Los instrumentos que se emplearán para la investigación y de los cuales se obtendrá la información necesaria para valorizar la empresa Interbank son los siguientes:

- Fichas bibliográficas
- Estados Financieros
- Memoria Anual
- Carta de Discusión de la Gerencia
- Hechos de importancia

4.5 Procesamiento y Análisis de los datos

Se utilizarán los siguientes programas informáticos para el procesamiento y análisis de datos:

- Bloomberg Terminal: Este software permitirá la obtención de índices bursátiles e indicadores macro y microeconómicos que son fundamentales para las proyecciones de los estados financieros de la entidad valorizada. Dado que para los alumnos de la Pontificia Universidad Católica del Perú este terminal es de libre acceso no se tendrá una limitación para la recolección de dicha información.
- R: Este programa es un lenguaje para el análisis estadístico y gráfico mediante el cual se realizará la simulación Montecarlo para la determinación del valor fundamental. Este software es gratuito y de código

abierto, por lo que tampoco representará una limitación para la investigación.



5. Administración del Proyecto de Investigación

5.1. Administración del Proyecto de Investigación

Actividad	ago-19	Set-19	oct-19	nov-19	nov-19	dic-19	ene-20	feb-20	mar-20	abr-20	may-20	jun-20	jul-20
Revisión de la Literatura	X												
Marco Teórico (Antecedentes)	X	X	X										
Marco Teórico (Bases teóricas)			X	X									
Ajustes del marco teórico			X	X	X								
Hipótesis y variables				X	X	X							
Metodología de investigación (Tipo, diseño, población y muestra de la investigación)				X	X	X							
Presentación del Plan de Tesis						X	X						
Aprobación del Plan de Tesis								X					
Reuniones con el asesor de tesis	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X	X
Metodología de investigación (Recolección de datos)								X	X	X	X	X	X
Resultados de la investigación (Análisis e interpretación)								X	X	X	X	X	X
Aplicación de correcciones								X	X	X	X	X	X
Conclusiones y recomendaciones										X	X	X	X
Referencias bibliográficas, índice de abreviaturas y siglas, glosario, anexos										X	X	X	X
Aplicación de correcciones											X	X	X
Sustentación final												X	X

5.2 Estructura tentativa del informe

Carátula

Dedicatoria

Agradecimientos

Resumen de la Tesis

índice general

índice de tablas índice de figuras

CUERPO DE LA TESIS

Introducción

Capítulo 1: Marco Teórico e Hipótesis y variables

1.1. Problema de investigación

1.1.1 Antecedentes del problema

1.1.2. Formulación del problema

1.1.2.1 Problema principal

1.1.2.2 Problemas específicos

1.1.3 Justificación del proyecto

1.1.4. Objetivos

1.1.4.1. Objetivo general

1.1.4.2 Objetivos específicos

1.1.5 Alcances

1.1.6 Limitaciones

1.2. Marco Teórico

1.2.1. Antecedentes

1.2.2 Bases Teóricas

1.2.2.1. El sistema financiero

1.2.2.2. El sistema financiero peruano

1.2.2.3. Superintendencia de Banca, Seguros y AFP

- 1.2.2.3.1 Historia de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP
- 1.2.2.3.2 Estándares Internacionales adoptados por la SBS
- 1.2.2.3.3 Normas legales
- 1.2.2.4 Bolsa de Valores de Lima – BVL
 - 1.2.2.4.1 Historia de la Bolsa de Valores de Lima – BVL
 - 1.2.2.4.2 Funciones de la Bolsa de Valores de Lima – BVL
- 1.2.2.5. Situación financiera y situación económica de entidades del sistema financiero
 - 1.2.2.5.1. Situación económica
 - 1.2.2.5.2 Situación financiera
- 1.2.2.6 Ratios Financieros
 - 1.2.2.6.1 Ratios de liquidez
 - 1.2.2.6.2 Ratios de eficiencia y gestión
 - 1.1.2.2.6.3 Ratios de solvencia
 - 1.2.2.6.4 Ratio de calidad de activos
- 1.2.2.7. Valorización de empresas
 - 1.2.2.7.1 Wacc
 - 1.2.2.7.2 CAPM
 - 1.2.2.7.3 Tasa de descuento
 - 1.2.2.7.4 Valor fundamental
 - 1.2.2.7.5 Simulación de Montecarlo
- 1.2.2.8 Métodos de valorización de una empresa
 - 1.2.2.8.1 Modelo de Descuento de dividendo
 - 1.2.2.8.2 Modelo de Flujo de caja libre
 - 1.2.2.8.3 Modelo de valorización por Múltiplos
 - 1.2.2.8.4 Modelo de Ingresos Residuales
- 1.3. Hipótesis y Variables
 - 1.3.1 Hipótesis
 - 1.3.1.1 Hipótesis General
 - 1.3.1.2 Hipótesis Específicas
 - 1.3.2 Variables
 - 1.3.2.1 Identificación de variables
 - 1.3.2.2 Operacionalidad de variables

Capítulo 2: Metodología de la investigación

- 2.1. Metodología de la Investigación
 - 2.1.1 Tipo de Investigación
 - 2.1.1.1 Nivel de la Investigación
 - 2.1.2 Diseño de la Investigación
 - 2.1.3 Población y muestra
 - 2.1.3.1 Descripción de la Población
 - 2.1.3.2 Selección de la muestra
 - 2.1.4 Recolección de datos
 - 2.1.5 Procesamiento y Análisis de los datos
- 2.2. Administración del Proyecto de Investigación
 - 2.2.1. Administración del Proyecto de Investigación
 - 2.2.2 Estructura tentativa del informe
- 2.3. Metodología

- 2.3.1 Principales Métodos de Valoración
 - 2.3.1.1 Modelo de Descuento de Dividendos
 - 2.3.1.2 Método de Flujos de Caja Descontados
 - 2.3.1.3 Método de Múltiplos
 - 2.3.1.4 Método de Ingresos Residuales
- 2.3.2. Descripción de la Empresa e Industria
 - 2.3.2.1 Resumen Descripción Interbank
 - 2.3.2.2 Filiales y subsidiarias de Interbank a Junio de 2019
 - 2.3.2.3 Descripción Intercorp Financial Services.
 - 2.3.2.4 Empresas Comparables a Interbank
 - 2.3.2.5 Posición de Mercado de Interbank
 - 2.3.2.6 Posición Industrial de Interbank en relación con Riesgo de Cartera de Préstamos
 - 2.3.2.7 Posición Patrimonial de Interbank en la Industria
- 2.3.3 Descripción del Financiamiento Interbank
- 2.3.4. Estimación de la Estructura de Capital de Interbank
 - 2.3.4.1 Estructura de Capital en Base a Datos Contables
 - 2.3.4.2 Estimación Estructura de Capital para Interbank en Base a Bancos Comparables
- 2.3.5 Estimación del Costo de Capital Propio Interbank
 - 2.3.5.1 Beta de las Acciones Comparables
 - 2.3.5.2 Obtención del Costo de Capital de Interbank
- 2.3.6 Proyección de Estados Financieros de Interbank
 - 2.3.6.1 Crecimiento Histórico y Proyección de la Industria Bancaria
 - 2.3.6.2 Crecimiento Histórico y Proyección de Interbank
 - 2.3.6.3 Balance Consolidado Histórico y Proyectado de Interbank
 - 2.3.6.4 Estado de Resultados Consolidado Histórico y Proyectado de Interbank
- 2.3.7 Proyección de Flujos de Dividendos para el Accionista de Interbank
 - 2.3.7.1 Proyección de Flujos de Dividendos para el Accionista de Interbank a junio de 2019
- 2.3.8 Valoración Económica de Banco Interbank
 - 2.3.8.1 Resumen de Valoración de Interbank por Método Descuento Dividendos
 - 2.3.8.2 Análisis de Sensibilidad Valoración Interbank
- 2.3.9 Valoración de la Empresa por Múltiplos
 - 2.3.9.1 Valoración Interbank con múltiplo Bolsa / Libro
 - 2.3.9.2 Valoración Interbank con múltiplo Precio / Utilidad
 - 2.3.9.3 Valoración Interbank con múltiplo Capitalización Bursátil / Participación en Colocaciones
- 2.3.10 Valoración de la empresa por Ingresos Residuales
 - 2.3.10.1 Proyección de flujos de Ingresos residuales
 - 2.3.10.2 Análisis de sensibilidad del precio estimado
- 2.3.11 Análisis del valor intrínseco mediante simulación Montecarlo
- 2.3.12 ¿Qué modelo mantiene una representación adecuada en el precio estimado según las características específicas de la industria bancaria?
- 2.4. Resultados y discusión de la investigación
 - 2.4.1. Análisis, interpretación y discusión de resultados
- Conclusiones y Recomendaciones

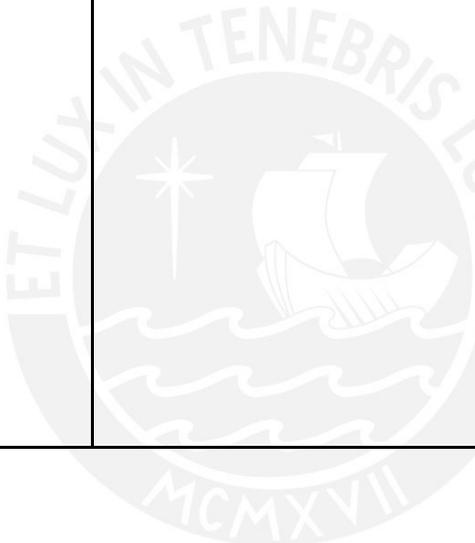
SECCI N FINAL
Referencias bibliográficas
Glosario
Anexo



5.3 Matriz de consistencia

TEMA: MODELO DE VALORIZACIÓN DE EMPRESAS ENFOCADO AL SECTOR FINANCIERO PERUANO. CASO INTERBANK

<p>Problemas Principal ¿El modelo de ingresos residuales es el más adecuado para la valorización de empresas financieras peruanas?</p> <p>Problemas específicos ¿Qué modelo de valorización de empresas presenta más fortalezas y menos debilidades para la valorización de empresas financieras? ¿La regulación de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP influye en la elección del modelo de valorización de empresas financieras peruanas?</p>	<p>Objetivos Objetivo General Determinar si el modelo de ingresos residuales es el más adecuado para la valorización de empresas financieras peruanas</p> <p>Objetivos Específicos Identificar qué modelo presenta más fortalezas y menos debilidades para la valorización de empresas del sector financiero. Determinar si la regulación de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP influye en la elección del modelo de valorización de empresas financieras peruanas Demostrar si el modelo de ingresos residuales contribuye en</p>	<p>Hipótesis Hipótesis General El modelo de ingresos residuales es el más adecuado para la valorización de empresas financieras peruanas</p> <p>Hipótesis específicas El modelo de ingresos residuales presenta más fortalezas que los otros modelos de valorización de empresas La regulación de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP hace más restringida la elección del modelo de valorización de empresas financieras peruanas El modelo de ingresos residuales contribuye en la obtención de un valor más preciso de la entidad valorizada</p>	<p>Variables e Indicadores Variable 1: Modelo de ingresos residuales</p> <p>Indicadores: -Tasa de descuento -Ratio de solvencia -Ratios de rentabilidad -Ratios de apalancamiento -Evolución de los créditos</p> <p>2: Valorización de empresas</p> <p>Indicadores: -Ratios de rentabilidad -Ratios de gestión -Ratios de Apalancamiento -Tasa de descuento</p> <p>3: Fortalezas Indicadores: -Ratios de rentabilidad -Ratios de gestión -Ratios de Apalancamiento -Valor Fundamental</p>	<p>Metodología Tipo de Investigación: Mixta (Cualitativa y Cuantitativa)</p> <p>Nivel de la Investigación: Descriptivo, Explicativo, Analítico, Aplicativo</p> <p>Método de la Investigación: Inductivo - Deductivo</p> <p>Diseño de la Investigación</p> <ul style="list-style-type: none"> • Población: Banca Múltiple en el Perú • Muestra: No se identificará una muestra específica porque el diseño establece la valorización de una empresa específica • Técnica de recolección de datos: Documental • Instrumentos -Fichas bibliográficas -Estados Financieros -Memoria Anual
--	---	---	---	---

<p>¿La aplicación del modelo de ingresos residuales contribuye en la obtención de un valor fundamental más preciso de la entidad valorizada?</p>	<p>la obtención de un valor fundamental más preciso de la entidad valorizada</p>		<p>4: Regulación de la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP</p> <p>Indicadores: -<i>Normas legales</i> -<i>Pilares regulatorios</i></p> <p>5: Modelos de valorización</p> <p>Indicadores: -<i>Concepto</i> -<i>Tipos de modelos</i></p> <p>5: Valor fundamental</p> <p>Indicadores: <i>Concepto</i> <i>Simulación</i> <i>Montecarlo</i></p>	<p>-<i>Carta de Discusión de la Gerencia</i> -<i>Hechos de importancia</i></p> <p>Procesamiento y análisis de datos</p> <ul style="list-style-type: none"> • <i>Bloomberg</i> • <i>Stata</i>
--	--	---	--	--

Referencias

Ariza, J. (2014). *VALORACIÓN DE BANCOS Un análisis crítico*. Madrid.

Aggelopoulos, E. (2017) Understanding Bank Valuation: An Application of the Equity Cash Flow and the Residual Income Approach in Bank Financial Accounting Statements. *Open Journal of Accounting*, 6, 1-10.

<http://dx.doi.org/10.4236/ojacct.2017.61001>

Perek, Ali Atilla and Perek, Seda (2012). Residual Income versus Discounted Cash Flow Valuation Models: An Empirical Study . *Accounting & Taxation*, v. 4 (2) p. 57-64, 2012.

Asociacion de Bancos del Perú (2019) *Boletín Mensual Julio 2019*. Recuperado de https://www.asbanc.com.pe/Publicaciones/BOLETIN_MENSUAL_JULIO_2019.pdf

Benninga, S. (2014). *Financiamiento y Modelado*. Massachusetts, Canadá: Institute of Technology

Bernal, C. (2010) *Metodología de la investigación*. Bogotá, Colombia: Editorial Pearson Educación. Recuperado de:

http://biblioteca.uccvirtual.edu.ni/index.php?option=com_docman&task=doc_download&qid=245&Itemid=1

Banco Central de Reserva del Perú (2019) Reporte de Estabilidad Financiera Mayo 2019. Recuperado de

<http://www.bcrp.gob.pe/docs/Publicaciones/Reporte-Estabilidad-Financiera/2019/mayo/ref-mayo-2019.pdf>

Bodie, K., Kane, A. y Marcus, A. (2014) *Investments*. Estados Unidos: McGraw-Hill

Bolsa de Valores de Lima

2018 *Memoria Anual 2018*. Recuperado de

https://www.bvl.com.pe/info4/memorias/2016/Anexo1_Memoria_Anual_2016.pdf

2019a *Funciones y Estructura*. Recuperado de

https://www.bvl.com.pe/acerca_funciones.html

2019b *Quiénes Somos*. Recuperado de

<https://www.bvl.com.pe/acercalaempresa.html>

Boot, Arnold, & Thakor, Anjan. (1997). *Financial System Architecture*. Oxford University Press, 10(3), 693-733.

CFA Institute (2015) *Equity Asset Valuation*. New Jersey, Estados Unidos: CFA

Coit, D. E., Jr. (2016). Valuing commercial finance companies (Order No. 10044512). Available from ProQuest Central.

Congreso del Perú (2009). Ley n.º 26702, Ley General del Sistema Financiero. Diario Oficial El Peruano. Lima: Congreso de la República del Perú.

Comité de Supervisión Bancaria de Basilea. (2013). *Carta Estatutaria*. Recuperado de https://www.bis.org/bcbs/charter_es.pdf

Corporate Finance Institute (s.f.) *Financial Ratios Ebook*. Recuperado de

<https://www.corporatefinanceinstitute.com/resources/ebooks>

Damodaran, A. (2002) *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. New York : John Wiley & Sons, Inc.

Francis, J., Olsson, P., & Oswald, D. (2000). Comparing the Accuracy and Explainability of Dividend, Free Cash Flow, and Abnormal Earnings Equity Value Estimates. *Journal of Accounting Research*, 38(1), 45-70. doi:10.2307/2672922

Jansen, I. P. (2001). Economic and accounting determinants of residual income. Available from ProQuest Central.

Ihaka, R., & Gentleman, R. (1996). R: a language for data analysis and graphics. *Journal of computational and graphical statistics*, 5(3), 299-314.

Kothari, S. P. (2001). A Literature Review on Ohlson (1995). Capital markets research in accounting. *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), 105-231.

Ohlson, J. A. (1995). Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, 11(2), 661-687.

Penman, S. H. (2005). Discussion of “On Accounting-Based Valuation Formulae” and “Expected EPS and EPS Growth as Determinants of Value”. Review of Accounting Studies.

Ross, S., Westerfield, R. y Jaffe, J. (2012) Finanzas Corporativas. México D.F., México: MacGraw-Hill

Superintendencia de Banca, Seguros y AFP

2015 Glosario de Términos e Indicadores Financieros. Recuperado de

<https://intranet2.sbs.gob.pe/estadistica/financiera/2015/Setiembre/SF-0002-se2015.PDF>

2018 *Memoria Anual 2018*. Recuperado de

http://www.sbs.gob.pe/Portals/0/jer/PUB_MEMORIAS/SBS_M2018.pdf

2019 *Regulación del sistema financiero peruano consistente con los mejores estándares internacionales de regulación prudencial*. Recuperado de

http://www.sbs.gob.pe/Portals/0/Archivos/2019_01.%20Implementaci%C3%B3n%20de%20Basilea%20en%20el%20Per%C3%BA.pdf

2019 *Informe de Estabilidad del Sistema Financiero*. Recuperado de

http://www.sbs.gob.pe/Portals/0/jer/pub_InformeEstabilidad/IESF.pdf

Schweser, K. (2018) Corporate Finance, Portfolio Management, and Equity Investments Level I.