



DOCENTES DE ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

**XXXIV Jornadas Nacionales de Administración Financiera
Septiembre 2014**

GOBIERNO CORPORATIVO, RENTABILIDAD Y FINANCIAMIENTO EN PYMES

**Diego Santoliquido
Anahí Briozzo
Diana Albanese**

Universidad Nacional del Sur

*SUMARIO: 1. Introducción; 2. Marco teórico y antecedentes empíricos;
3. Marco normativo del GC en la Argentina; 4. Metodología; 5. Resultados y conclusiones.*

Para comentarios: dsantoliquido@gmail.com; abriozzo@uns.edu.ar; dalbanese@uns.edu.ar

Resumen

El gobierno corporativo (GC) describe cómo una empresa debe ser administrada, dirigida y controlada, lo cual involucra los roles de los accionistas y directores de la empresa, y la integridad de los reportes financieros. El objetivo de este trabajo es estudiar las características del GC y las medidas de rentabilidad y financiamiento, en las pequeñas y medianas empresas (PyMEs) sujetas al régimen de oferta pública en el Mercado de Valores de Buenos Aires. En particular, se realiza un estudio descriptivo de tres aspectos del GC: concentración de la propiedad, composición del directorio, e independencia del auditor externo. Adicionalmente, estos mismos aspectos son evaluados diferencialmente según edad y formación de los integrantes de los diferentes niveles organizacionales. Los resultados muestran concentración de la propiedad, separación de la propiedad y el control, tendencia al endeudamiento a corto plazo, y toma de deuda por encima de utilización del capital propio como medio de financiamiento.

Diego Santoliquido es becario de Introducción a la Investigación para Alumnos Avanzados de la UNS.

1. Introducción

El mercado de capitales de la Argentina muestra un menor desarrollo que el de otros países de la región y que el promedio de economías emergentes. Presenta un bajo nivel de emisiones domésticas, de empresas listadas, de capitalización y de volumen negociado, mientras que la concentración es superior al de los otros grupos de referencia. Esto último se debe a que en economías con baja protección legal a los inversionistas, la mejor forma de protegerse es aumentando la concentración en la propiedad de la empresa y generando algún tipo de accionista controlador, ya sea otra empresa, una familia, un banco o el Estado. No existen en la Argentina empresas con propiedad atomizada, más de la mitad de las compañías cuenta con un accionista principal de nacionalidad extranjera, y el número de directores independientes coincide en promedio con el requisito regulatorio mínimo (Chisari y Ferro, 2012). Según el Centro para la Estabilidad Financiera (CEF, 2005) esta solución de gobierno corporativo implica la existencia de un accionista controlador expropiando a accionistas minoritarios, otros inversionistas y demás stakeholders.

El bajo desarrollo de un mercado de capitales tiene una relación causal que actúa en ambas direcciones con la calidad de gobierno corporativo. Por un lado, el deficiente gobierno corporativo reduce la demanda de títulos por parte de los inversores, y, por el otro, el escaso desarrollo del mercado desalienta la entrada de inversores extranjeros ante la percepción de que un mercado poco desarrollado no premia las buenas prácticas de gobierno. Por eso, justamente, en contextos institucionales relativamente más débiles se espera que los compromisos contractuales asumidos por las propias empresas generen un mayor beneficio para las mismas.

En el marco de los antecedentes descriptos, el objetivo de este trabajo es estudiar el gobierno corporativo (GC) de las pequeñas y medianas empresas (PyMEs) sujetas al régimen de oferta pública en el Mercado de Valores de Buenos Aires, por su condición de emisoras de acciones y/u obligaciones negociables (ON). En primer lugar, se realiza un estudio descriptivo de tres aspectos del GC: concentración de la propiedad, composición del directorio, e independencia del auditor externo. Adicionalmente, estos mismos aspectos son evaluados diferencialmente según edad y formación de los integrantes de los diferentes niveles organizacionales. Por último, se estudia la correlación de los aspectos anteriormente mencionados y las medidas contables de rentabilidad y financiamiento.

La muestra se compone de 33 PyMEs emisoras de ON, de las cuales tres además hacen oferta pública de parte de su capital a través de la emisión de acciones. Los datos e información se extraen de la documentación públicamente disponible (prospectos de emisión, actas de asamblea, actas de directorio, Estados Financieros, nóminas de autoridades) en el sitio oficial de la Comisión Nacional de Valores, y los sitios particulares de las firmas. Se utilizan para el testeo de las hipótesis, el coeficiente de correlación por rangos de Spearman para pares de variables cuantitativas, y el test de Kruskal- Wallis para analizar una variable cuantitativa contra una categórica. Para testear la independencia entre dos variables categóricas se aplican los test de Pearson Chi² y Fisher's exact. Adicionalmente, se utiliza un análisis de regresión multivariado (mínimos cuadrados ordinarios). Los resultados muestran gran concentración de la propiedad, alto grado de separación entre la propiedad y el control, tendencia al financiamiento en el corto plazo, utilización de deuda por encima de capital propio como medio de financiamiento, tendencia a la profesionalización de la gerencia, y que los directorios con estudios académicos se inclinan por el financiamiento al largo plazo.

2. Marco teórico y antecedentes empíricos

El GC puede definirse como un conjunto de mecanismos a través de los cuales los inversores externos pueden protegerse contra la expropiación de rentas por parte de los agentes internos de la firma (LaPorta, López de Silanes, Shleifer & Vishny, 2000). La definición tradicional es la que relaciona al GC con la protección de los intereses de los accionistas (Tirole, 2001) y tiene su origen en los problemas surgidos como consecuencia de la separación entre la propiedad y el control (Berle & Means, 1932). La importancia del correcto funcionamiento de los sistemas de Gobierno Corporativo deriva principalmente de este aspecto fundamental que se puede observar en empresas que hacen oferta pública de su capital, debido a la imposibilidad de manejo por parte del gran número de accionistas propietarios, generando la necesidad de designar managers profesionales.

En este esquema, surge el planteamiento de la teoría de agencia clásica, Jensen & Meckling (1976) proponen que esta separación entre propiedad y control genera un conflicto de interés entre dueños (principales) y managers (agentes), entendido éste como la tendencia a la expropiación de rentas por parte de los segundos. La expropiación se da cuando los managers utilizan las ganancias de la firma para beneficio propio, en lugar de retornarlos a los accionistas. De la misma forma, los problemas de agencia también pueden surgir entre los insiders de la empresa y los tenedores de deuda.

En forma más general, Young, Peng, Ahlstrom, Bruton, & Jiang (2008) establecen que los conflictos de agencia se pueden presentar en diferentes formas, y que la forma clásica descrita anteriormente se suele presentar principalmente en mercados desarrollados, en los cuáles la propiedad está muy dispersa en un conjunto atomizado de accionistas. En mercados emergentes, como los latinoamericanos, el conflicto se da de manera diferente, ya que una característica común de éstos es la gran concentración de la propiedad en pocos individuos (o familias fundadoras) y grupos económicos. Así, queda planteado el conflicto Principal-Principal, que surge entre el manager representante de la familia controlante y los otros inversores no pertenecientes a este grupo.

La importancia de un buen GC es que mitiga los conflictos de interés entre los distintos participantes de una empresa, y reduce la opacidad informativa, lo cual se espera tendría un efecto positivo sobre el desempeño de las mismas y su valoración en el mercado (para mercados emergentes ver Campos, Newell & Wilson, 2002; Klapper & Love, 2004; Garay & González, 2008; Braga Alves & Shastri, 2011, entre otros). En el caso particular del mercado argentino, Streb (2013) propone la implementación de un código de GC en el ámbito de las PyMEs autorizadas para ofertar públicamente, que serviría como un atractivo para los potenciales inversores, y también aminoraría el costo de financiamiento de las empresas en la medida que se requieran menores avales.

Abor & Adjasi (2007) señalan que el GC describe cómo una empresa debe ser administrada, dirigida y controlada, y que para una PyME, esto involucra los roles de los accionistas y miembros del directorio de la empresa. Por lo tanto, el GC implica establecer reglas y procedimientos sobre cómo se administra la empresa, así como controles para prevenir abusos de autoridad y asegurar la integridad de los resultados financieros y garantizar el derecho a información transparente y confiable para todos los miembros de la organización. Para ello es relevante que el auditor cumpla con la condición de independencia, además de sus aptitudes profesionales. Como resultado, el rol y la independencia del auditor se vuelven relevantes. Los principales temas de GC que según estos autores están en discusión actualmente son:

- La separación adecuada de los roles de la alta gerencia de la empresa y de su directorio, incluyendo la separación de las figuras de presidente del directorio y gerente general.
- Una composición del directorio integrada por un número suficiente de miembros independientes.

- La implementación de un Comité de Auditoría dentro del Directorio, que, entre otras funciones, asegure la independencia del auditor y la integridad de los reportes financieros

Con respecto a los antecedentes sobre estudios empíricos de GC en PyMEs, el enfoque mayoritario ha sido desde la óptica de las empresas familiares Heuvel, Gils, & Voordeckers (2006) indican que el directorio es uno de los mecanismos de gobernanza imperativos en las pequeñas y medianas empresas familiares, cumpliendo un doble rol de control y servicio, siendo este último el más valorado por el CEO de la compañía. Brunninge, Nordqvist, & Wiklund (2007) investigan la relación entre los mecanismos de GC (características de la propiedad, directorio y alta gerencia) y la capacidad de introducir cambios estratégicos en las PyMEs de Suecia. Encuentran que las empresas con estructuras de propiedad más concentradas tienen menor tendencia al cambio estratégico que aquellas con estructuras de propiedad dispersas. Esta debilidad puede superarse mediante la incorporación de directores externos (que no forman parte de la administración de la empresa) o aumentando el número de miembros de la alta gerencia. En este sentido, Berent-Braun & Uhlaner (2012) intentan determinar si los mecanismos de Gobierno Familiar (como el Consejo de Familia, Constitución Familiar, Criterios de Selección e inclusión, entre otros) pueden o no generar valor para las PyMEs familiares. Encuentran evidencia para afirmar que las firmas que ponen en funcionamiento estos mecanismos obtienen mejores resultados en cuanto a desempeño y performance.

Para la Argentina, Carrera reporta, para una muestra de 59 PyMEs, que el 33% tiene un directorio operativo, el 32% no tiene directorio, y el 35% restante tiene un directorio, pero no es operativo. Encuentra que el rol de la gobernanza del directorio es el más desatendido por las PyMEs que tienen un Directorio operativo, e inexistente para quienes no lo tienen. El rol de gobernanza incluye tareas como evaluar al CEO y al equipo directivo, y atender y gestionar la sucesión del CEO y del equipo directivo.

Por último, Schlaps, Albanese, Briozzo, & Vigier (2013) analizan el principio de independencia del auditor financiero de pequeñas y medianas empresas (PyMEs) argentinas. Encuentran que la independencia del auditor se ve frecuentemente afectada porque el contador público procesa la información y prepara los estados financieros que luego audita (amenaza de auto revisión), y existen vínculos de amistad con los directivos del ente (amenaza de familiaridad). También es significativa la remuneración mediante honorarios contingentes, violando el principio de independencia.

En la Tabla 1 se presenta un resumen de estudios empíricos sobre GC en PYMEs. En los mismos, el tamaño de las muestras utilizadas varía ampliamente de 59 a 79097, y, exceptuando este último caso el promedio es de 316,89 firmas. La cantidad de empleados promedio para estas PyMEs es de 467,09 (rango entre 6,6-2586). Dentro de las variables observables indicadoras de buen GC, en estos estudios se reporta un promedio de 4,22 miembros titulares en los directorios, para aquellos estudios que investigan la dualidad del CEO (Belghitar, Y.; Khan, J. (2013); Machold, S.; Huse, M.; Minichilli, A.; Nordqvist, M. (2011); Van den Heuvel, J.; Van Gils, A.; Voordeckers, W. (2006); Calabrò, A.; Mussolino, D. (2011)), se encuentra un promedio del 54,46% de empresas cuyo presidente del directorio es también el Gerente General. Otros se concentran en estudiar la composición de la propiedad en diferentes categorías de accionistas (Belghitar y otros (2013); Gordon, I.; Hrazdil, K.; Shapiro, D (2012); Machold, S. y otros (2011); Gnan, L.; Montemerlo, D.; Huse, M. (2013); Calabrò, A y otros (2011)), y dentro de éstos: algunos encuentran un promedio de 22,9% de las acciones en manos de gerentes; otros un promedio de 77,56% en manos de la familia controlante; pero solamente Gnan y otros (2013) reportan la propiedad promedio en manos del accionista mayoritario (43,12%). En los estudios que reportan la cantidad de miembros del directorio pertenecientes a la familia controlante (Calabrò, A y otros (2011); Gnan y otros (2013)), se encuentra un promedio de 2,39 miembros.

Tabla 1. Resumen de antecedentes empíricos

Autores	País	Objetivo	Metodología	Resultados
Belghitar, Khan (2013)	Reino Unido	Estudian las características y los efectos de los diferentes mecanismos de GC, y las oportunidades de crecimiento e inversión, en los niveles de efectivo que las PyMEs manejan.	<ul style="list-style-type: none"> • Muestra de 368 PyMEs no financieras listadas en Reino Unido entre 2005 y 2008. Información sobre las mismas proviene del “<i>Capital Ideas Corporate-Register</i>”. • Mecanismos de GC: <i>Tamaño del directorio, Directores no ejecutivos, Propiedad en manos de ejecutivos y no ejecutivos, Propiedad Institucional, Presidente del directorio no ejecutivo.</i> • Variables: <i>retención de efectivo</i> (efectivo y equivalentes/total activos), <i>tamaño, apalancamiento, volatilidad de FF</i> (desvío estándar de los últimos 5 años), <i>ratio de pago de dividendos</i>. Para medir las oportunidades de crecimiento utilizan una variable proxy: Q de Tobin y el ratio de VM/VL del AON. 	<ul style="list-style-type: none"> • Firmas con mayor volatilidad de FF e inversores institucionales manejan mayor volumen de efectivo. Inversores institucionales no representan control eficiente sobre los niveles de efectivo. • Empresas apalancadas y que pagan dividendos, y en las cuáles los dueños no son managers, retienen menos volumen de efectivo. Cuando los directores son propietarios, pero no ejecutivos, se ven incentivados a reducir los niveles de efectivo. • Tamaño promedio del directorio: 5,40. Propiedad promedio en manos de ejecutivos: 23%. Propiedad promedio en manos de directores no ejecutivos: 7%. En el 66,49% el presidente del directorio no es ejecutivo.

Tabla 1. Resumen de antecedentes empíricos (cont)

Autores	País	Objetivo	Metodología	Resultados
Gordon, Hrazdil, Shapiro (2012)	Canadá	Estudian los efectos de las buenas prácticas de GC en las PyMEs listadas en la bolsa de Toronto, para lograr determinar si las mismas influyen en el valor de mercado de las empresas cotizantes. Esto generaría un incentivo a la adopción de buenas prácticas de GC.	<ul style="list-style-type: none"> • La muestra consiste en 702 firmas listadas en la <i>Tronto Venture Exchange</i> antes del 2005. • Construyen un índice de GC para cada una de las empresas (independencia de los directores, composición de la mesa directiva, comités del directorio y su independencia, separación del Presidente del directorio del CEO, políticas del directorio, capacitación y orientación, entre otros). • Variables: <i>Estructura de capital, apalancamiento, tamaño, ventas anuales promedio, resultados acumulados, Q de Tobin</i> (performance), y si el <i>auditor pertenece a las Big 4</i>. 	<ul style="list-style-type: none"> • Buenas prácticas de GC se relacionan positivamente con la performance de las firmas, pero no parece generar una mayor adopción voluntaria de buenas prácticas de GC. • Las empresas más grandes tienen mejores prácticas de GC, directorios más grandes y compuestos por miembros más capacitados. Firmas más pequeñas y con menores directorios no cuentan con los recursos para implementar las mejores prácticas de GC. • Empresas cuyo capital está más concentrado en pocos accionistas, muestran mejores desempeños en cuanto a las prácticas de GC, pero esto se reduce cuando éstos tienen algún tipo de relación con los directores. • Tamaño promedio del directorio: 4,81. Propiedad promedio en manos de bloques accionarios: 78,6%. Índice de GC promedio: 3,223.

Tabla 1. Resumen de antecedentes empíricos (cont)

Autores	País	Objetivo	Metodología	Resultados
<p>Brunninge, Nordqvist, Wiklund (2007)</p>	<p>Suecia</p>	<p>Estudian cómo los mecanismos de GC y los diferentes miembros de los mismos (accionistas, directorio y alta gerencia) interactúan e influyen en el cambio estratégico en las PyMEs.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Cuestionarios enviados a las empresas, llamados telefónicos, correos electrónicos. Muestra de 889 PyMEs en el período entre 1997 y 2000. • Índice aditivo para medir el Cambio Estratégico, compuesto de 13 ítems. • Variables independientes (mecanismos de GC): <i>Concentración de la propiedad, Directores independientes, Tamaño de la alta gerencia.</i> • Variables control: <i>Tamaño de la firma, Antigüedad, Orientación Estratégica, Tamaño del directorio, Cantidad de reuniones del directorio.</i> 	<ul style="list-style-type: none"> • Las PyMEs manejadas por sus dueños muestran menos cambio estratégico que otras. • La presencia de directivos independientes tiene un efecto positivo en el cambio estratégico. • Mayor cantidad de miembros en la alta gerencia genera mayor cambio estratégico • La presencia de directores independientes tiene un efecto positivo mayor en el cambio estratégico en empresas en las cuales los managers son propietarios. La influencia de un gerente general que es también el principal accionista influye en las decisiones estratégicas más fuertemente si el directorio no cuenta con miembros independientes. • El tamaño de los equipos gerenciales tiene mayor efecto en el cambio estratégico cuando no hay directores independientes. En los casos en que el directorio no cuenta con miembros externos cobra mayor importancia la capacidad estratégica y la diversidad de puntos de vista en la alta gerencia. • Tamaño promedio del directorio: 4,07. Cantidad de empleados promedio: 82,3. Tamaño promedio alta gerencia: 4,76. Antigüedad promedio: 31,82.

Tabla 1. Resumen de antecedentes empíricos (cont)

Autores	País	Objetivo	Metodología	Resultados
Van Caneghem, Van Campenhout (2012)	Bélgica	Estudian cómo la cantidad y calidad de información financiera disponible afecta la estructura de capital de las PyMEs.	<ul style="list-style-type: none"> • Recolectan información de la base de datos Bureau Van Dijk's (EEFF de empresas de Bélgica y Luxemburgo). Además se pidieron opiniones sobre los mismos a auditores, ya que no es exigido en ese país. La muestra se compone de 79097 PyMEs no financieras ni con participación gubernamental. • Variables: <i>estructura financiera, cantidad de información, calidad de información, tamaño de la firma, antigüedad, estructura de los activos, rentabilidad, crecimiento, industria.</i> • Aspectos de GC: cantidad de información revelada (si los EEFF presentados son completos o abreviados) y calidad de información revelada (EEFF auditados o no, probabilidad de ser auditadas, inclusión de la opinión del auditor en los EEFF, auditor pertenece a los Big 4). 	<ul style="list-style-type: none"> • Relación positiva entre la calidad y cantidad de información y el apalancamiento: la falta de información reduce la utilización de fuentes externas de financiamiento, más y mejor información revelada reduce el costo de deuda. • El apalancamiento se relaciona positivamente con la estructura de los activos, el crecimiento y el apalancamiento medio de la industria; y negativamente con la antigüedad y el rendimiento. • Índice de cantidad de información promedio: 0,10. Promedio de EEFF auditados: 0,11. Promedio de EEFF auditados por Big 4: 0,03. Promedio de inclusión de opinión auditor en EEFF: 0,08. Antigüedad promedio: 2,64.

Tabla 1. Resumen de antecedentes empíricos (cont)

Autores	País	Objetivo	Metodología	Resultados
Carrera	Argentina	Analizar y proponer recomendaciones sobre la situación actual del gobierno de las PyMEs argentinas.	<ul style="list-style-type: none"> • Muestra de 59 PyMEs de diferentes sectores, en las cuales se analiza el cumplimiento de los 6 roles del directorio, dividiendo la muestra entre aquellas firmas que cuentan con un Directorio operativo y aquellas que no. • Estudio de tipo descriptivo. 	<ul style="list-style-type: none"> • Roles identificados: supervisión y control, acceso a recursos, liderazgo en procesos estratégicos, asesoramiento, cuidar sustentabilidad, pero como órgano de gobierno están muy subutilizados. • Directorios preparados para actuar rápidamente en tiempos de crisis, pero desatenden la gobernanza, y están compuestos principalmente por accionistas y socios, que se reúnen mensualmente en carácter informal. • En las firmas que no cuentan con un directorio operativo o no cuentan con directorio alguno, las decisiones son tomadas por el principal accionista. Reconocen que un directorio les sería útil en su rol de asesoramiento, pero no estarían dispuestas a que tomen decisiones. La gobernanza es desatendida por completo, ya que nadie cumple ese rol.

Tabla 1. Resumen de antecedentes empíricos (cont)

Autores	País	Objetivo	Metodología	Resultados
<p>Machold, Huse, Minichilli, Nordqvist (2011)</p>	<p>Noruega</p>	<p>Estudian la relación entre el liderazgo del directorio y su involucramiento estratégico en PyMEs, desde el punto de vista de los equipos productivos (conceptualiza a las firmas como un conjunto de activos de equipos, compuesto por los accionistas, directivos, managers y otros stakeholders que se benefician del trabajo en equipo)</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Dos cuestionarios enviados a los CEO y Presidentes de directorio firmas pequeñas listadas en el <i>MarketSelect</i>, en 2004 y 2005. La muestra final es de 140 firmas. • Variable dependiente: <i>Involucramiento Estratégico</i> a través de un índice sobre si el directorio: propone activamente estrategias, toma decisiones sobre metas a largo plazo y estrategias, implementa decisiones estratégicas, controla y evalúa decisiones estratégicas. • Variables independientes: índices sobre <i>Conocimiento de los directivos</i> (si tienen conocimiento sobre las actividades del negocio principal, las tecnologías y competencias críticas de la firma, productos y servicios, mercados y necesidades de los clientes); <i>Desarrollo del directorio</i> (si hacen uso activo de las reglas del directorio, evaluaciones regulares, programas de desarrollo, prácticas formales de inclusión de nuevos miembros); <i>Eficiencia del Presidente del directorio</i> (si tiene habilidades en motivar a otros miembros, formular propuestas para decidir y resumir las decisiones, presidir las discusiones sin priorizar los temas que considera importantes). • Variables control: <i>antigüedad, tamaño, número de miembros de la mesa directiva, ratio de miembros internos/externos, directores propietarios, dualidad del CEO.</i> 	<ul style="list-style-type: none"> • El conocimiento del directorio influencia su capacidad estratégica, y resulta muy relevante en el desempeño de sus actividades. • El nivel de desarrollo del directorio influencia en su capacidad estratégica: procesos formales dotan de una estructura para la toma de decisiones estratégicas; la presencia de instrucciones y evaluaciones formales ayuda a definir las tareas y roles de los miembros, el presidente y la alta gerencia; los procesos de desarrollo son fundamentales para lograr el trabajo en equipo. • Beneficia el liderazgo del presidente del directorio: logra la unificación de objetivos, motivación y trabajo en equipo del resto de los miembros del directorio. Se refuerza en firmas en las que el presidente del directorio es también el CEO. • Influencia negativa en la capacidad estratégica del directorio ante cambios en su composición. Se reduce ante la presencia de un liderazgo eficiente por parte del presidente del directorio. • Cantidad promedio de empleados: 22,35. Propiedad promedio en manos de ejecutivos: 22,81%. Tamaño del directorio: 4,41. Dualidad del CEO: 0,9. Ratio de directores ejecutivos promedio: 0,33. Propiedad promedio en manos de directivos: 0,42.

Tabla 1. Resumen de antecedentes empíricos (cont)

Autores	País	Objetivo	Metodología	Resultados
Van den Heuvel, Van Gils, Voordeckers (2006)	Bélgica	Investigar empíricamente qué roles directivos son llevados a cabo en PyMEs familiares, identificar cuál/es de éstos son considerados como más importantes para los CEOs, generar recomendaciones para mejorar el desempeño de los mismos.	<ul style="list-style-type: none"> • Cuestionario enviado a CEOs de PyMEs. Muestra final: 286 firmas. • Aspectos de GC: roles de los directivos (11 tareas: crear reputación organizacional, seleccionar nuevos managers, determinar las remuneraciones de la gerencia, evaluar y controlar a la gerencia, maximizar el valor para los accionistas, formular estrategias organizacionales, dirigir los problemas de sucesión, ocuparse de acceder a recursos adicionales, aconsejar a la gerencia, determinar la responsabilidad de la gerencia, relaciones exteriores), independencia, dualidad del CEO, ingreso de nuevas generaciones. 	<ul style="list-style-type: none"> • Dos roles del directorio claramente definidos: control y servicio. • Los CEOs consideran como más importante el rol de servicio (relacionado a tareas como crear reputación organizacional, proveer recursos, aconsejar a la gerencia, relaciones exteriores). • Cantidad promedio de empleados: 33. Tamaño promedio del directorio: 3,6. Cantidad de directores externos promedio: 0,31. Dualidad del CEO: 76%. Ingreso de 2da generación: 51%. Ingreso tercera generación: 20%. Ingreso 4ta generación: 7%.

Tabla 1. Resumen de antecedentes empíricos (cont)

Autores	País	Objetivo	Metodología	Resultados
<p>Gnan, Montemero, Huse (2013)</p>	<p>Italia</p>	<p>Estudiar los roles y la relación entre los mecanismos de gobierno familiar (como el consejo de familia), y los de GC (como el directorio, asamblea de accionistas y CEOs), en las PyMEs controladas por grupos familiares.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Cuestionario enviado entre 2000 y 2001 a PyMEs familiares listadas en la base de datos de AIDA (Bureau Van Dijk Electronic Publishing). Lo responden los CEOs. La muestra final: 243 firmas. • Aspectos de GC (variables dependientes): <i>Rol de los accionistas en asambleas</i> (elección de directivos, control y evaluación de directivos y performance), <i>Rol de control del directorio</i> (proponen planes estratégicos, elección y evaluación del CEO, control del CEO y managers), <i>Rol de liderazgo del CEO</i> (formula planes estratégicos, define y controla presupuesto, elección y evaluación de managers). Se miden a través de índices aditivos en base a las respuestas obtenidas. • Variable independiente: <i>Consejo familiar</i> ("1" si tiene, "0" si no). • Variables control: <i>Año de fundación, Número de empleados, Industria, Número de accionistas, Número de accionistas familiares, Número de directivos, Porcentaje de propiedad familiar, Cantidad de directivos pertenecientes a la familia.</i> 	<ul style="list-style-type: none"> • Ante la presencia de un Consejo Familiar, la función de GC de la asamblea de accionistas disminuye: un mecanismo reemplaza a otro, y la asamblea simplemente ratifica las decisiones tomadas por la familia. • Teniendo Consejo Familiar, el rol de monitoreo del directorio disminuye. • El involucramiento de la familia en el control no reemplaza al CEO en sus funciones de elección de managers, y determinación y control de presupuesto. • Cantidad de casos que cuentan con Consejo Familiar: 108. Cantidad promedio de empleados: 27,5. Promedio de accionistas pertenecientes a la familia controlante: 3,55. Propiedad promedio en manos de la familia: 93,52%. Tamaño promedio del directorio: 3,79. Promedio de directores pertenecientes a la familia: 3,18. Propiedad promedio del accionista mayoritario: 43,12%.

Tabla 1. Resumen de antecedentes empíricos (cont)

Autores	País	Objetivo	Metodología	Resultados
Calabrò, Musso-lino (2011)	Noruega	Estudia cómo el directorio influye en la intensidad de exportación de las PyMEs familiares.	<ul style="list-style-type: none"> • Tres cuestionarios (dos en 2003/2004 y uno más en 2005/2006) contestados por los CEOs de PyMEs familiares. Muestra final: 101 firmas. • Variable dependiente: <i>Intensidad de exportación</i> (porcentaje de ganancias por exportación). • Aspectos de GC: Desempeño y composición del Directorio (<i>Normas relacionales, Confianza sobre basada en competencias del CEO, Confianza basada en la integridad del CEO, Ratio de outsiders</i>). • Variables control: <i>Tamaño, Tipo de industria, Tamaño del directorio, Permanencia del CEO, Introducción de la siguiente generación.</i> 	<ul style="list-style-type: none"> • Relación positiva entre la existencia de normas relacionales del directorio y la intensidad de exportación: normas que regulan las relaciones entre miembros del directorio y ayudan a manejar situaciones complejas, facilitan la comunicación y el manejo de la exportación. • Relación positiva entre la confianza basada en la integridad (moral) y la intensidad de exportación: la existencia de valores compartidos entre el directorio y el CEO, permite la implantación efectiva de esa estrategia. • Relación positiva entre la cantidad de miembros independientes en el directorio y la intensidad de exportación: visión externa a la familia controlante puede beneficiar la toma de riesgos, ayuda a unificar puntos de vista diferentes, no se limitan a ratificar las decisiones tomadas por los CEOs (si son el propietario principal), influencia en el conservadurismo del CEO-fundador. • Micro-emprendimientos (hasta 10 empleados): Tamaño promedio directorio: 3,1; Número promedio de directores miembros de la familia: 1,2; Propiedad promedio en manos de la familia controlante: 43,4%; Dualidad del CEO (prom.): 0,28; CEO es fundador (prom.): 0,52; CEO es director (prom.): 0,73; Promedio alta gerencia: 1,2; Empleados promedio: 6,6. • Pequeñas empresas (11-50 empleados): Tamaño promedio directorio: 3,2; Número promedio de directores miembros de la familia: 1,5; Propiedad promedio en manos de la familia controlante: 76,6%; Dualidad del CEO (prom.): 0,23; CEO es fundador (prom.): 0,4; CEO es director (prom.): 0,66; Promedio alta gerencia: 2,6; Empleados promedio: 23,6. • Medianas empresas (51-250 empleados): Tamaño promedio directorio: 4,1; Número promedio de directores miembros de la familia: 2,1; Propiedad promedio en manos de la familia controlante: 64,8%; Dualidad del CEO (prom.): 0,04; CEO es fundador (prom.): 0,19; CEO es director (prom.): 0,61; Promedio alta gerencia: 2,5; Empleados promedio: 124.

Tabla 1. Resumen de antecedentes empíricos (cont)

Autores	País	Objetivo	Metodología	Resultados
Berent-Braun, Uhlaner (2012)	Holanda	Estudian cómo se relacionan y afectan las prácticas de Gobierno Familiar (como el Consejo de Familia, Código de Conducta Familiar, entre otros) al desempeño financiero de la firma.	<ul style="list-style-type: none"> • Cuestionario enviado a 974 firmas internacionales de 18 países, muestra final de 64 firmas. • Análisis de regresión multi-variable para comprobar las hipótesis planteadas. • Aspectos de Gobierno Familiar: <i>constitución familiar, código de conducta familiar, criterios claros de selección, consejo familiar, reuniones familiares y mecanismos de comunicación formales.</i> • Variables de Performance Financiera: <i>ganancias y rentabilidad obtenida en los últimos 5 años.</i> • Variables de Control: <i>tamaño (n° de empleados), expansión (dummy), número de propietarios familiares, porcentaje accionario en manos de familiares, número de generaciones.</i> 	<ul style="list-style-type: none"> • Encuentran evidencia que da soporte a las hipótesis. Concluyen que las prácticas de Gobierno Familiar traen beneficios en la performance de la firma y en las relaciones internas de los miembros. • La muestra se compone en un 34% por firmas manufactureras. El 65% se mantiene en manos de la misma familia por tres generaciones como mínimo. La antigüedad promedio de las firmas es de 83 años. El tamaño promedio es de 2586 empleados (rango entre 3-57.500). La cantidad de miembros de la familia en la empresa en promedio es de 13.
Uhlaner, Wright, Huse (2007)		Proveer una definición de GC y estudiar los desafíos de incorporar los mecanismos de GC en las empresas de capital cerrado.	<ul style="list-style-type: none"> • Revisión de literatura y teorías sobre la temática, con especial enfoque en su aplicación a empresas de capital cerrado. 	<ul style="list-style-type: none"> • Descripción de diferentes aspectos relevantes de GC que se sugieren ser adaptados a firmas de capital cerrado (contexto institucional, sectorial, de la estructura de propiedad, del ciclo de vida del GC; alcance del GC: directorio, presencia del fundador en directorio y gerencia, protección de accionistas minoritarios, ejecutivos propietarios).

Tabla 1. Resumen de antecedentes empíricos (final)

Autores	País	Objetivo	Metodología	Resultados
Siebels, Knyphausen-Aufseß (2011)		Evaluar de forma crítica el estado actual de los estudios teóricos existentes sobre GC en empresas familiares, enfocándose en las teorías que diferencian a las empresas familiares de las no familiares.	<ul style="list-style-type: none"> • Muestra de 235 publicaciones de diferentes revistas académicas entre 1964-2010. 	<ul style="list-style-type: none"> • Los principales fundamentos teóricos en los cuáles se basan los estudios actuales en materia de GC en empresas familiares son: la Teoría de Agencia, la Teoría del Stewardship, y la Visión Basada en Recursos. • En cuanto a la primera, no hay consenso entre los diferentes autores en cuanto a si las empresas familiares están expuestas a mayores o menores niveles de costos de agencia que otras firmas. • La segunda (que establece que el agente va a trabajar en pos del mejor beneficio para el principal), se basa en la confianza, y predice mayor cantidad de directores afiliados que externos, y menor tamaño de los Directorios. No está claro si el comportamiento altruista se da solamente en la relación principal-agente tradicional o también con otros accionistas externos. • La tercera aporta un enfoque diferente que complementa a los otros dos, y le atribuye los resultados y ganancias de la firma a los diferentes recursos estratégicos con que cuenta (capital humano, inversiones, capital social, capital de supervivencia).

3. Marco normativo del GC en la Argentina

En primer lugar se presenta en la Tabla 2 la normativa vigente respecto a gobierno corporativo en la Argentina, aplicable a PyMEs emisoras de valores negociables, y que por lo tanto se encuentran bajo la órbita la CNV. Los requerimientos han sido agrupados en cinco dimensiones:

- *Composición y funcionamiento del Directorio*: Para todas las sociedades anónimas emisoras es obligatoria la constitución de un directorio con un mínimo de tres miembros. Para las PyMEs no es obligatorio constituir un órgano de fiscalización colegiado.
- *Transparencia e integridad de la información*: Es obligatorio el requisito de auditor externo independiente. Los requisitos informativos para las PyMEs son menores.
- *Ética, conflictos de interés y RSE*: Implica la responsabilidad social y ambiental, tanto de directores como gerentes, y las políticas de manejo de conflictos y regulaciones sobre contratos con partes interesadas.
- *Protección de los accionistas*: Derechos legalmente otorgados a los accionistas, en cuanto a representación, voto y control, se enfoca especialmente en la protección de los accionistas minoritarios.
- *Medición, administración y divulgación del riesgo*: Obligatoriedad de difundir las políticas para manejo de riesgos.

En particular con respecto al requisito de independencia del auditor externo, debe tenerse en cuenta que la independencia permite a una persona realizar su trabajo sin dejarse influenciar por hechos externos, ni restricciones o limitantes relacionadas con sus sentimientos o relaciones con sus pares. El principio de independencia es excluyente para que un contador público matriculado en los Consejos Profesionales respectivos, realice encargos de auditoría de estados financieros, según lo normado por la Resolución Técnica 37 de la Federación Argentina de Consejos Profesionales en Ciencias Económicas (FACPCE) y el código de Ética Unificado del mismo organismo. Es obligatoria según la Ley 26.831 (Mercado de Capitales), y la definición de independencia correspondiente se encuentra reglamentada en las Normas 2013 de la CNV (Título II Capítulo III Sección VI, Artículo 21).

En la Argentina conviven actualmente las normas contables emitidas por la FACPCE, denominadas Resoluciones Técnicas (RT) que luego son aprobadas por los respectivos Consejos Profesionales, las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) y las NIIF para PyMES. Actualmente las NIIF son obligatorias para las empresas que cotizan en la CNV, excepto las que se encuentran bajo el contralor de otros organismos tales como Banco Central de la República Argentina, Superintendencia de Seguros, entre otros, y las que califican como PyMES. La CNV requiere a los auditores externos presentar una declaración jurada que contenga el detalle de sus relaciones profesionales con la emisora, sus accionistas y sociedades relacionadas. Este documento en el caso de las PyMEs se encuentra dentro de los Hechos Relevantes en el portal de Información Financiera, mientras que para las grandes emisoras está clasificado dentro de una categoría ad hoc. El Código de Ética Unificado (CEU) de la FACPCE, menciona una serie de cualidades básicas necesarias para cumplir con los objetivos de la profesión tales como: “trabajar al más alto nivel de profesionalidad con el fin de obtener el mayor nivel posible de ejecución y en general para satisfacer los requisitos del orden público...” y enumera una serie de situaciones en las cuales expresamente existe falta de independencia.

Tabla 2. Marco Normativo del GC en la Argentina para PYMEs participantes del Merval

Aspecto	Ley 19550 (Ley Sociedades Comerciales)	Ley 26831 (Ley Mercado de Capitales)	Normas CNV 2013	Observaciones y diferencias para PyMEs (Normas CNV)
<p>Composición y funcionamiento del Directorio</p> <p>(Número de miembros, independencia, comités del directorio, plazos de designación)</p>	<p>Número de directores lo elige la Asamblea.</p> <p>Mínimo 3 integrantes para SA comprendidas en Art 299 (Art 255).</p> <p>Duración en el cargo de director: máximo tres ejercicios. (Art 257). Si los miembros los elige el Consejo de Vigilancia la duración máxima es 5 años (Art 281 inc. d). El directorio deberá reunirse mínimamente una vez cada tres meses (Art.267). Puede nombrar gerentes generales o no (Art. 270), celebrar contratos (Art. 271) y deben representar a la sociedad (Art. 268).</p>	<p>Las sociedades que hagan oferta pública de sus acciones deberán contar un <i>Comité de auditoría</i>, integrado por mínimo 3 miembros del directorio y cuya mayoría deberá ser independiente (Art 109).</p> <p><i>Deber de lealtad</i> del directorio (Art. 78): prohíbe hacer uso de los activos sociales, aprovechar oportunidades de negocio, conflictos de interés, y deben actuar según ley y estatuto.</p>	<p>Criterios de independencia de Directores (Tít. II Cap. III. Sec. III. Art 11). La designación, remoción y reemplazo de los miembros deberá ser informado a la CVN (Tít. II Cap. III Sección II).</p>	<p>Son exceptuadas de constituir un Comité de Auditoría y su directorio debe manifestar en una declaración jurada en su primera reunión el carácter de Pequeña o Mediana Empresa. (Tít. II Cap. III Art. 19). No necesitan constituir un Órgano de Fiscalización Colegiado (Tít. II Cap. VI Art.7). Exceptuadas de presentar el Código de Gobierno Societario (RG CNV 606 Art. 1).</p>

Tabla 2. Marco Normativo del GC en la Argentina para PYMEs participantes del Merval (cont)

Aspecto	Ley 19550 (Ley Sociedades Comerciales)	Ley 26831 (Ley Mercado de Capitales)	Normas CNV 2013	Observaciones y diferencias para PyMEs (Normas CNV)
<p>Transparencia e integridad de la información</p> <p>(auditores externos, remuneraciones)</p>	<p>Remuneración del directorio y consejo de vigilancia: 5% de las ganancias si no se reparten dividendos, máx. 25% si se reparten todas las ganancias. En caso de ganancias bajas o nulas lo establece la Asamblea (Art. 261).</p> <p>Informar retribución de administradores, directores, síndicos y consejo de vigilancia como un ítem en un cuadro anexo a los EEFF (Art 64).</p>	<p>Los auditores externos deben ser independientes (Art. 105).</p> <p>Informar en las notas a los EEFF: a) acciones emitidas y autorizadas, y valores convertibles, b) la organización de la toma de decisiones y al sistema de control interno de la sociedad; c) las modalidades de remuneración del directorio y la política de remuneración de los cuadros gerenciales de la sociedad. Las memorias deben incluir la política comercial, toma de decisiones y de dividendos (Art. 60).</p> <p>Los contratos con partes relacionadas deben ser aprobados por directorio y asamblea, para luego ser informados a la CNV (Art. 73).</p> <p>Régimen de información a la CNV para administradores, agentes, directores, síndicos, personas físicas y/o jurídicas relacionadas (Art. 99).</p>	<p>El auditor externo es designado por la Asamblea (Tít. II Cap. III. Sec. VI. Art. 20).</p> <p>Los criterios de independencia son fijados en el (Tít. II Cap. III. Sec. VI. Art 21).</p> <p>Rotación: de la asociación o estudio que realiza tareas de auditoría en no deberá superar los 3 años. Los profesionales integrantes de la asociación o estudio no podrán ejercer su tarea por un plazo superior a los 2 años. (Tit. II Cap. II. Sec. VI. Art 28).</p> <p>Presentar de EEFF anuales hasta 70 días corridos después del cierre del ejercicio y trimestrales hasta 42 días corridos después. (Tít. IV. Cap. I Sec. I. Art. 1).</p> <p>Las normas de la CNV tratan en general de toda la información que debe ser remitida de forma obligatoria por parte de las emisoras a la misma, en los diferentes aspectos: asambleas (Tít. II. Cap. II), la necesaria para poder hacer oferta pública (Tít. II. Cap. V), contenido de los prospectos de emisión (Tít. II Cap. IX). De forma más específica, el Tít. IV se refiere al régimen informativo tanto</p>	<p>Exceptuadas de la presentación anual de la Memoria del Órgano de Administración (Tít. IV Cap. I Art. 1). Deber de presentar, dentro de los 70 días de haber emitido obligaciones negociables: EEFF anuales, informe de auditor, y acta de aprobación del directorio; y dentro de los 42 días de terminados el primero, segundo y tercero ejercicio social: estado de movimiento de fondos y situación patrimonial (detallados) y acta de aprobación del directorio (Tít. IV Cap. I Art. 11). Quedan excluidas de presentar EEFF bajo las condiciones de las NIIF (Tít. IV Cap. III Art. 1).</p> <p>Para solicitar la autorización para realizar oferta pública, deben acompañar la solicitud general con una declaración jurada respecto a su carácter de PyME, y la documentación requerida para la pre-clasificación, la cual debe estar disponible en la Autopista de Información Financiera (Tít. II Cap VI Art. 1, 2 y 3).</p>

		<p>Publicidad de operaciones (identidad del valor negociable, cuantía, precio, momento de perfeccionamiento de la operación) en el Art. 111.</p>	<p>anual (Memoria del directorio, EEFF, acta del directorio, informe de la comisión fiscalizadora) y trimestral (EEFF de períodos intermedios, informe de comisión fiscalizadora; dentro de los 42 días de cerrado el período).</p> <p>El Tít. XII Cap. I se refiere a la Transparencia, específica que se debe informar sobre: hechos relevantes, identidad de las autoridades de las emisoras, identidad de personas físicas/jurídicas que adquieran más del 5% de los derechos a voto.</p> <p>Esta información estará disponible en la Autopista de Información Financiera, en el sitio web de la CNV (Tít. XV).</p>	
<p>Ética, conflictos de intereses y RSE</p>		<p>En el Art. 72 se regulan los contratos con partes relacionadas, definiendo qué se entiende por 'partes relacionadas' (directores, personas físicas/jurídicas con control sobre el capital, sociedades bajo control común, parientes de cualquiera de éstos), y definiendo el procedimiento para la aprobación de los mismos.</p>	<p>Presentar con periodicidad anual nómina de las entidades controladas y vinculadas -directas o indirectas- y de sus miembros titulares y suplentes del órgano de administración (Tít. IV. Cap. I Sec. I. Art. 1).</p> <p>Contratos con partes relacionadas según Art. 72 Ley 26.831, son "partes relacionadas" las personas físicas/jurídicas que poseen por lo menos el 15% del capital social o con capacidad de elección de un director (Tít. II Cap. III. Sec. IV Art. 14).</p>	

Tabla 2. Marco Normativo del GC en la Argentina para PYMEs participantes del Merval (cont)

Aspecto	Ley 19550 (Ley Sociedades Comerciales)	Ley 26831 (Ley Mercado de Capitales)	Normas CNV 2013	Observaciones y diferencias para PyMEs (Normas CNV)
Protección de los accionistas	<p>Debe respetarse la proporción de cada accionista en la capitalización de reservas y otros fondos especiales inscriptos en el balance, en el pago de dividendos con acciones y en procedimientos similares (Art. 186). El art. 194 establece que las acciones ordinarias otorgan derecho preferencial a la suscripción de nuevas acciones de la misma clase, mientras que el art. 195 ampara la protección de este derecho concediéndole al accionista el derecho a exigir judicialmente que se cancelen las suscripciones de no ser respetada la preferencia. Las acciones dentro de una misma clase deben tener igual derecho a voto (art. 207). Las minorías que no hayan votado favorablemente, pueden impugnar decisiones de la asamblea que vayan en contra de la ley, el estatuto o reglamento (Art. 251).</p> <p>Cuando existan diversas clases de acciones el estatu-</p>	<p>Los accionistas minoritarios que representen como mínimo el 5% del capital pueden designar un auditor externo si sus intereses fuesen afectados (Art. 108).</p> <p>Informar en las notas a los EEFF la política de dividendos propuesta o recomendada por el directorio (Art 60).</p> <p>Los mercados de capitales deben garantizar la protección de los inversores, la equidad y la transparencia, crear garantías a favor de los agentes y responder ante pérdidas si no lo hiciesen (Art. 39-45).</p> <p>Los accionistas minoritarios tienen derecho a recibir una oferta pública de adquisición o canje por parte de quién quieren adquirir una cantidad de acciones con derecho a voto que le den una participación significativa en el capital social o los votos (Art. 87).</p>	<p>Individualización de los accionistas que forman parte de participaciones sociales para poder votar en asamblea (Tít. II Cap. II Sec. I Art. 26).</p> <p>Régimen de acreditación de los accionistas minoritarios que soliciten la designación del auditor externo (Tít. II Cap. III Sec. VI Art. 26).</p> <p>El Tít. III Cap. II regula la oferta pública de adquisición en cuanto a procedimiento, información, precio, derechos de los accionistas que estén en contra; definiendo a su vez qué se entiende por participación significativa (superiores al 15% y al 51% del capital social con derecho a voto y/o los votos de la sociedad).</p> <p>Obligaciones de publicidad y procedimiento de la adquisición de en caso de retiro de oferta pública (Tít. III Cap. II Sec. III).</p>	

	<p>to puede prever que cada una de ellas elija uno o más directores (Art 262).</p> <p>El estatuto puede prever la creación de un Consejo de Vigilancia (Art. 280) conformado por accionistas, que se encargue de vigilar la operatoria del directorio (Art. 281).</p>	<p>Se le otorga a los accionistas minoritarios el derecho de intimar a quien tenga control casi total (poseedor 95% o más del capital suscrito), a que haga oferta de compra a todos los otros accionistas. Si no lo hacen en seis (6) meses, el controlante puede emitir una declaración unilateral de voluntad de adquisición de la totalidad de las acciones (Art. 91-96).</p> <p>Los accionistas tienen derecho a que se proteja la información relacionada con la empresa, y a que directivos, agentes y demás guarden secreto en sus operaciones (Art. 25-27 y 117).</p>		
Medición, administración y divulgación del riesgo		<p>Informar en las notas a los EEFF la política de asunción y cobertura de riesgo en los mercados (Art. 60)</p>		

A pesar de las normas vigentes y fundamentalmente en las PyMES, existen serios peligros de falta de independencia considerando que es el propio cliente quién selecciona a los auditores externos y retribuye sus honorarios. Incluso el contador público frecuentemente presta para el mismo ente otros servicios profesionales distintos a la auditoría financiera, los que a veces resultan incompatibles con la misma. Schlaps y otros (2013) realizan un análisis empírico sobre el cumplimiento del principio de la independencia por parte de los contadores públicos que actúan como auditores de estados financieros de PYMES, y encuentran que la amenaza de auto-revisión es la que mayor evidencia presenta como riesgo de violación al principio de independencia. Por último, es importante destacar que la presentación de un Código de Gobierno Societario no es obligatoria para las PyMEs (Resolución General N° 606/2012).

4. Metodología

4.1. Objetivos e hipótesis

El principal objetivo es describir los siguientes aspectos del GC de las empresas, y, además, analizar su influencia en las distintas variables de financiamiento y rendimiento de las PyMEs:

- Nivel de concentración de la propiedad: se analiza el número total de accionistas, distribución de la tenencia accionaria y si es una empresa familiar.
- Composición del directorio: número de integrantes, género, número de directores independientes, número de directores externos, existencia de comités, relación con la alta gerencia.
- Independencia del auditor externo, rotación y pertenencia a una de las grandes firmas de auditoría (Deloitte, PWC, Ernst & Young y KPMG).

Las PyMEs suelen caracterizarse, dependiendo de la etapa de evolución en la que se encuentren, por la informalidad y la poca profesionalización de sus administradores y directivos. Es de esperar que tanto los accionistas como los miembros del directorio (en muchas PyMEs son las mismas personas), sean empresarios sin especialización o estudios específicos en ciencias económicas. Esto nos lleva a suponer una relación negativa entre las edades de los accionistas y su nivel académico. Lo mismo se espera para los directivos, ya que la inclusión de miembros más jóvenes (familiares y, sobre todo, no familiares) suele estar acompañada de una búsqueda de profesionalización en el directorio.

- Hipótesis 1.a: *Existe una relación negativa entre la edad de los accionistas y su nivel de estudios.*
- Hipótesis 1.b: *Existe una relación negativa entre la edad de los miembros del directorio y su nivel de estudios.*

Así mismo, se espera que los gerentes sean contratados para aumentar el profesionalismo en la administración. Es por esto que se espera una relación positiva entre la edad de los gerentes y su nivel de formación académica, lo que se explica por una necesidad de incluir experiencia y profesionalismo en la gerencia.

- Hipótesis 1.c: *Existe una relación positiva entre la edad de los gerentes y su nivel de estudios.*

Para seguir en esta línea de pensamiento, se espera que la inclusión de miembros externos en el directorio se explique también por una búsqueda de profesionalización y opiniones externas, que signifiquen un cambio de enfoque en para la toma de decisiones en el directorio.

- Hipótesis 2: *Existe una relación positiva entre la cantidad de miembros externos del directorio y el nivel de estudios de sus miembros.*

Por otro lado, un punto importante en lo concerniente a mecanismos de buen GC tiene que ver con la Dualidad del Gerente General. Generalmente, en PyMEs controladas y manejadas por sus dueños, el presidente del directorio (y también accionista) es quién ocupa el cargo de Gerente General. Se espera, por lo tanto, que la separación de los cargos se deba a la inclusión de un Gerente General profesional, es decir, que se contrata por sus méritos en gestión.

- Hipótesis 3: *Existe una relación inversa entre la Dualidad del Gerente General, y el nivel de estudios del presidente del directorio.*

Otro tema relevante para la determinación del buen GC es el tamaño del directorio. Si los directorios son amplios, con una cantidad de directores independientes suficiente, se espera una mayor cantidad de opiniones diferentes a la hora de la toma de decisiones. Es de esperar también, que la inclusión de mayor cantidad de miembros se deba a una búsqueda de opiniones formadas.

- Hipótesis 4.a: *Existe una relación positiva entre la cantidad de miembros que componen el directorio y su nivel de estudios.*

Esto último, se debería ver reforzado si la cantidad de miembros independientes es mayor.

- Hipótesis 4.b: *Existe relación positiva entre la cantidad de miembros independientes del directorio y el nivel de estudios de sus miembros.*

La presencia de directores externos también puede traer acarreada una mayor necesidad de transparencia en la información que se presenta y revela al mercado. Es de esperar, por lo tanto, que mayor cantidad de miembros externos y miembros independientes en el directorio signifique mayor rotación e independencia del auditor.

- Hipótesis 5.a: *Existe una relación positiva entre la cantidad de miembros externos del directorio y la rotación del auditor.*
- Hipótesis 5.b: *Existe una relación positiva entre la cantidad de miembros independientes del directorio y la rotación del auditor*

La aversión al riesgo de los agentes suele acrecentarse con el tiempo, por lo que se espera que las personas más grandes (generalmente asociadas a un mayor conservadurismo en la toma de decisiones), se resistan a la toma de deuda por los riesgos asociados a la misma.

- Hipótesis 6: *Existe una relación negativa entre la edad de los accionistas, directores, y gerentes, y el monto de pasivos.*

Con respecto a la formación universitaria de miembros de la alta gerencia y del directorio, se espera que la misma incida en decisiones de inversión y financiamiento que generen mayor valor:

- Hipótesis 7.a: *Existe una relación negativa entre el nivel de formación (universitaria y en ciencias económicas) y el nivel de endeudamiento a largo plazo.*
- Hipótesis 7.b: *Existe una relación positiva entre el nivel de formación (universitaria y en ciencias económicas) y los rendimientos obtenidos*

Se espera que las buenas prácticas de Gobierno Corporativo (como Directorios con una cantidad suficiente de miembros independientes y externos, auditores independientes y que roten en su actividad, separación de la propiedad y el control, equipos gerenciales, entre otros), se reflejen en mejor desempeño y rendimiento en las firmas.

- Hipótesis 8: *Existen relaciones positivas entre las diferentes medidas de GC y los rendimientos obtenidos.*

Las definiciones operativas de las variables se presentan en el Anexo (Tablas 9, 10, 11)

4.2. Fuentes de datos y métodos de análisis

El universo bajo estudio son las PyMEs emisoras de valores negociables desde enero 2013 en el Mercado de Valores de Buenos Aires, bajo la vigencia de la Ley 26.831. Se consideran solo aquellas empresas cuya forma legal es sociedad anónima. La definición de PyME corresponde a la Res. 50/13 de la Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa y Desarrollo Regional.

La población totaliza 33 PyMEs, de las cuales 30 empresas son sólo emisoras de ON (en un período comprendido entre 2011-2014), y tres empresas son además emisoras de acciones. En función de las variables analizadas, como existen datos faltantes en algunos casos (por ejemplo sobre número de empleados) el número de empresas analizado varía entre 12-33. Los datos empleados surgen de la información disponible en forma pública: documentación presentada por las emisoras a la CNV (estados financieros, prospectos de emisión, estatutos, hechos relevantes, etc.), sitios web de cada empresa, entre otros.

El estudio realizado es de tipo descriptivo-correlacional. Para el análisis de relaciones entre variables se emplean los siguientes métodos:

- Variable dependiente cuantitativa: Dado el reducido tamaño de la población bajo estudio no se puede asumir normalidad de los datos, por lo que se emplea el coeficiente de correlación por rangos de Spearman para pares de variables cuantitativas, y el test de Kruskal- Wallis para analizar una variable cuantitativa contra una categórica.
- Variable dependiente categórica: Para testear la independencia entre dos variables categóricas se aplican los test de Pearson Chi² y Fisher's exact. Agresti (2002) brinda mayor información sobre estos métodos.

Se incluye, también, un análisis multivariado (mínimos cuadrados ordinarios) entre diferentes medidas de financiamiento y rendimiento como variables dependientes, con otras que se toman como independientes. Considerando el reducido número de observaciones disponibles, se divide en el análisis en dos partes: por un lado, se regresan estas medidas contra variables que reflejan las características de la muestra (antigüedad, cantidad de empleados, empresa familiar, industria); y posteriormente se realiza el análisis con las características de GC.

5. Resultados y conclusiones

La composición de las empresas estudiadas muestra que la mayoría son del sector servicios (39,39%), seguido por el sector industria y minería (24,24%). El número de empleados promedio es de 129 personas, y varía entre 8 para la más pequeña y 871 para la de mayor tamaño. La antigüedad promedio es de 19 años, siendo la empresa más joven de 2 años y la más antigua de 52.

Sólo el 54% son empresas familiares, considerando las condiciones de propiedad y control en manos de una misma familia. La participación en el capital del principal accionista tiene un promedio de 55%, con un valor mínimo de 20% y un máximo de 99%. En el 50% de las empresas, el principal accionista tiene 50% o más de la propiedad. En las empresas de capital cerrado, el número promedio de accionistas es de tres (persona física), y el 20% de las empresas tienen solo dos accionistas.

Tabla 3 Estadística descriptiva – variables cuantitativas

Variable	Media	Desvío Estándar	Min	Max
Características generales				
Antigüedad (años)	19.2	13.31	2.68	57.15
Número de empleados (2013)	129.91	190.41	8	871
Ventas (2013, en millones de \$)	138.86	175.59	2.81	811.41
Edad promedio accionistas* (años)	51.93	9.16	32	72
Porcentaje de accionistas con título universitario*	54.73%	36.71%	0%	100%
Edad promedio directores (años)	51.21	8.44	39	70
Porcentaje de directores con título universitario	69.72%	35.1%	0%	100%
Porcentaje de directores con título en ciencias económicas	40.72%	31.79%	0%	1%
Edad promedio alta gerencia (años)	44.66	6.90	33	56
Porcentaje de alta gerencia con título universitario	83.96%	25.69%	28.57%	100%
Porcentaje de alta gerencia con título en ciencias económicas	54.08%	32.45%	0%	100%
Variables de gobierno corporativo				
Nro. de accionistas personas físicas*	3.29	2.71	0	10
Nro. De accionistas personas jurídicas	0.92	1.13	0	4
Participación del principal accionista	55.46%	27.56%	20%	99%
Nro. de personas en alta gerencia	3.89	1.93	1	8
Nro. de miembros del directorio	3.61	0.79	3	5
Nro. de miembros de directorio independientes	1.04	1.30	0	3
Porcentaje de directores independientes	28.54%	36.54%	0%	100%
Nro. Directores externos	1.28	1.30	0	3
Porcentaje directores externos	34.52%	35.64%	0%	100%
Nro. Directores accionistas	1.81	1.24	0	5
Directores en alta gerencia sobre total del directorio	30%	31%	0%	100%
Directores sin relación familiar (%)	60.34%	36.19%	0	1
Gerentes Principales que son accionistas (%)	22.68%	28.66%	0%	100%

Tabla 3 Estadística descriptiva – variables cuantitativas (cont)

Variable	Media	Desvío Estándar	Min	Max
Ratios Contables				
Pasivo Corriente sobre Pasivo total (2013)	0.80	0.18	0.33	1
Pasivo Total sobre Patrimonio Neto (2013)	4.24	6.78	0.87	40.45
Pasivo Total sobre Ventas (2013)	1.20	1.69	0.09	8.67
Pasivo Corriente sobre Pasivo total (año prospecto)	0.84	0.21	0.04	1
Pasivo Total sobre Patrimonio Neto (año prospecto)	4	6.92	0.59	40.45
Pasivo Total sobre Ventas (año prospecto)	1.16	1.72	0.10	8.67
Margen de Ventas (Ganancia neta/ventas) (2013)	0.019	0.49	-2.56	0.84
ROE (2013)	-0.064	2.27	-12.6	1.44
Margen de Ventas (Ganancia neta/ventas) (prospecto)	0.13	0.23	0.007	1.30
ROE (prospecto)	0.18	0.41	0.032	2.43

* Solo para empresas de capital cerrado.

Tabla 4 Estadística descriptiva – variables categóricas

Características generales	(%)	Variables de GC	(%)
Participación del sector Agropecuario	12.12	Separación propiedad-control (total)	31.25
Participación del sector Comercio	18.18	Separación propiedad-control (parcial)	34.38
Participación del sector Construcción	6.06	Separación propiedad-control (nula)	3.13
Participación del sector Servicios	39.39	Dualidad CEO	24.00
Participación del sector Industria y minería	24.24	Rotación del auditor	28.13
Empresa familiar	53.57	Auditadas por firma "Big 4"	6.06

Nota: Se indica participación de la característica presentada en la muestra.

Con respecto a la composición del directorio, el 57% de las empresas poseen sólo tres miembros titulares, que es el mínimo de integrantes requerido por la normativa (Ley 19550, Art. 255). El número máximo de integrantes es cinco, con un promedio de 3,61. El 39% las empresas tiene al menos una mujer entre los integrantes titulares del directorio, y el 36% tienen mujeres entre sus miembros suplentes. Sin embargo, la participación femenina es baja si se considera que el tamaño promedio del directorio es de 3,61 integrantes, y el promedio de mujeres que son miembros titulares es de 0,45. Ninguna de las empresas declara contar con comités dentro del directorio. Siguiendo los criterios señalados anteriormente, en promedio, sólo el 35% de los miembros del directorio pueden ser clasificados como "externos", y éste número se reduce al 28% cuando consideramos la independencia de los mismos.

La separación de la propiedad y el control es considerable, ya que sólo en el 3% de la muestra los puestos gerenciales son ocupados totalmente por accionistas, y la mayoría tiene al

menos un gerente no propietario. También, sólo en el 24% el Presidente del Directorio es también el Gerente General de la firma.

Luego de analizar los Estados Contables, los resultados revelan una tendencia clara al endeudamiento a corto plazo (por encima del 80% tanto en el cierre 2013 como en el del año del prospecto). En cuanto a las tendencias en lo que a rendimiento y beneficios respecta, el Margen sobre Ventas (2013) promedio no llega a ser del 2%, lo que se corresponde con que el ROE promedio arroje un valor negativo. Si se ignoran las empresas en las que el resultado del ejercicio es una pérdida, el ROE promedio es de 0.34.

En la Tabla 5 se reflejan los resultados obtenidos en el análisis correlacional entre edad y formación de accionistas, miembros del directorio y alta gerencia, lo cuales muestran, en general, una relación negativa entre la edad de propietarios y directores y su formación universitaria. Esta información corrobora parcialmente la Hipótesis 1.a, ya que solamente es significativa la relación entre la edad del más grande de los accionistas y el porcentaje de los mismos que tienen título universitario; a la vez existen otros resultados a favor de la Hipótesis 1.b. Esto se puede deber a que muchos accionistas y directores son también fundadores de la firma, y su dedican su tiempo al desarrollo de la misma, más que a estudios universitarios. Las relaciones negativas entre el promedio de edad de los directores y la cantidad (porcentaje) de los mismos que tienen títulos universitarios, y títulos universitarios en ciencias económicas, permiten concluir que los miembros más jóvenes que son titulares en los directorios tienden a tener un grado más avanzado de profesionalización. En contraposición, a mayor edad tiene el más grande de los gerentes, se contrata mayor cantidad de gerentes profesionales, resultado que apoya la Hipótesis 1.c de forma parcial.

No se encuentra evidencia significativa que de soporte a la Hipótesis 2, por lo que no podemos concluir que la búsqueda de profesionalización esté relacionada con la contratación de directores externos capacitados en diferentes áreas del conocimiento, ni en áreas específicas relacionadas con las ciencias económicas.

La Tabla 5 también muestra que a mayor cantidad de miembros en los directorios, mayor profesionalización de los mismos, lo que puede indicar que directores más profesionalizados se interesan por tener equipos de trabajo más completos, esta relación da apoyo parcialmente la Hipótesis 4.a, ya que sólo se explica por la formación universitaria, pero no hay relación significativa con respecto a la formación en ciencias económicas. A su vez, la inclusión de mayor cantidad de miembros externos e independientes hace que disminuya la cantidad de relaciones familiares entre miembros del directorio; pero no se encuentra evidencia significativa que permita relacionar la independencia con el nivel de estudios de los miembros, por lo tanto no hay evidencia para la Hipótesis 4.b.

Podemos explicar la relación entre la Dualidad del Gerente General y la formación en ciencias económicas del presidente del directorio, considerando que, a pesar de que sólo la mitad de los presidentes del Directorio con título universitario en esa área son también Gerentes Generales, son muy pocos los que ocupan los dos cargos sin tener título. Esto puede explicarse en que el puesto gerencial requiere preferentemente conocimientos universitarios para ser desempeñado de la mejor manera, y esto es sabido por las empresas (la mayor parte de los gerentes generales tienen título), mientras que muchos presidentes del directorios son accionistas. Esto es especialmente esperable en empresas que acceden al mercado de capitales. Esta relación da soporte a la Hipótesis 3.

En cuanto a los equipos gerenciales, a pesar de que la mayor cantidad de personas en la alta gerencia se relaciona positivamente con la cantidad de gerentes con título universitario, la relación inversa con el porcentaje de gerentes con título en ciencias económicas parece mostrar que esta mayor cantidad de gerentes profesionales lo son en otras áreas (sobre todo las ingenierías).

Tabla 5 Relación entre edad y formación de accionistas, miembros del directorio y alta gerencia

Edad y Formación
Propietarios
–Relación negativa entre la edad del más grande de los accionistas, y el porcentaje de los mismos que tienen título universitario (Rho= -0,05415**).
Directorio
–Relación negativa entre el promedio de edad de los directores y el número de directores con título universitario en ciencias económicas (Rho= -0,3584*).
–Relación negativa entre el promedio de edad de los directores y el porcentaje de directores con título universitario (Rho= -0,5508***).
–Relación negativa entre el promedio de edad de los directores y el porcentaje de directores con título en ciencias económicas (Rho= -0,4315**).
–Relación positiva entre el promedio de edad de los directores y la antigüedad de la empresa (Rho= 0,6327***).
–Relación negativa entre la edad del más grande de los directores y el porcentaje de directores con título en ciencias económicas (Rho= -0,4330**).
–Relación negativa entre el número de directores que no tienen relación familiar y el número de directores que posee título en ciencias económicas (Rho= -0,3736*).
Gerentes
–Relación positiva entre la edad del más grande de los gerentes y el número de gerentes con título universitario (Rho= 0,4419*).
Tamaño del directorio y Formación
–Relación positiva entre el número de miembros titulares en el directorio y el porcentaje de directores que tienen título universitario (Rho= 0,3723*).
Dualidad del Gerente General
–En la mitad (50%)* de las empresas en que el presidente del directorio tiene título en ciencias económicas, éste es también el Gerente General. Sólo en el 10% de las empresas cuyo presidente del directorio no tiene título en ciencias económicas, éste es también Gerente General.
Rotación del Auditor
–Relación inversa entre la rotación del auditor y el porcentaje de directores externos*.
Equipos gerenciales y Formación
–Relación positiva entre el número de personas en alta gerencia y el número de gerentes con título universitario (Rho= 0,7199***).
–Relación negativa entre el número de personas en alta gerencia y el porcentaje de gerentes con título en ciencias económicas (Rho= -0,7193***).
Independencia del Directorio
–Relación positiva entre el número de directores independientes y el número de directores sin relación familiar (Rho= 0,5583***).
–Relación positiva entre el nivel de separación entre la propiedad y el control, y el número de directores independientes (Rho= 0,5333**).
Directores Externos
–Relación negativa entre el número de directores externos y el número de gerentes principales que son accionistas (Rho= -0,5**)

Nota: * significativo al 10%, ** al 5%, *** al 1%

Se puede observar por los resultados que se encuentra evidencia que da soporte a la Hipótesis 5.a, por lo que se puede concluir que los miembros externos del directorio exigen mayor transparencia y confiabilidad en la información revelada al mercado, por lo que exigen mayor rotación del auditor. A pesar de esto, no se encuentra apoyo para la Hipótesis 5.b, en cuanto a

la relación de los miembros independientes del Directorio y la rotación del auditor. Cabe destacar que en función a la información disponible no ha sido posible evaluar la independencia del auditor externo, sino tan solo la rotación del mismo.

Los resultados muestran (Tabla 6) una tendencia hacia la obtención de mayores márgenes sobre ventas y mejor rendimiento (medido a través del ROE), a medida que el principal accionista de la firma (generalmente también miembro del Directorio) tiene mayor edad. Esto se puede deber a la acumulación de experiencia, la que se puede aplicar en la búsqueda de estrategias de negocio rentables. Se encuentra, sin embargo, una relación positiva entre el margen sobre ventas y la edad del menor de los accionistas, pero esta tendencia no es clara, ya que los datos del prospecto se contradicen con los de los EEFF 2013. En cuanto al Directorio, las relaciones negativas entre las edades del presidente del Directorio, el promedio de edad de los directores, y el ratio de PT sobre ventas, así como también la relación positiva entre la edad del presidente del Directorio y el ratio de Ganancia Neta sobre PT, puede indicar una tendencia a una mayor aversión al endeudamiento en directores más grandes. Esta tendencia, sin embargo, debería ser sustentada por una relación positiva entre la edad del menor de los directores y dicho ratio, lo cual no sucede, sino más bien todo lo contrario. Así mismo, esto último se ve reforzado por las relaciones positivas entre la edad del más grande de los directores y los ratios PT/PN. Con todo, hay evidencia contradictoria en cuanto a la Hipótesis 6, por lo que no se puede afirmar su veracidad.

También se incluye en la Tabla 6 los resultados referidos a la formación de accionistas, directores, y gerentes. Se encuentra una relación inversa entre la rentabilidad (ROE) y la variable que indica si el principal accionista de la firma tiene estudios universitarios; sin embargo, sí existe relación positiva entre el porcentaje de accionistas en esa condición con el Margen sobre Ventas. Analizando el Directorio, la relación positiva entre la variable que indica si el Presidente del Directorio posee título en Ciencias Económicas con las variables de rentabilidad y ganancia, pueden indicar que es favorable para las PyMEs contar con personas capacitadas en éstas áreas del conocimiento para ocupar puestos directivos. Esto último se refuerza por las relaciones positivas entre el número y porcentaje de miembros del Directorio que poseen título universitario con el Margen sobre Ventas. Esta evidencia da soporte, al menos parcialmente, a la Hipótesis 7.b en cuanto a los miembros Directorio. Hay evidencia que soporta la Hipótesis 7.a ya que, a mayor nivel académico en el Directorio y en la gerencia, el endeudamiento se hace a mayor plazo (en base a las relaciones negativas con el ratio PC/PT).

Se intenta demostrar cómo afectan los diferentes aspectos concernientes al Gobierno Corporativo a la forma en que las PyMEs se financian y el rendimiento que obtienen. En este sentido, la Tabla 7 refleja los resultados obtenidos para las diferentes variables que miden estos aspectos y las variables contables (de financiamiento y rendimiento). En cuanto al financiamiento, se encuentra que, a mayor tamaño del Directorio y mayor cantidad de personas en la Alta Gerencia, mayor proporción de pasivos a largo plazo. Esto se puede deber a que la inclusión de mayor cantidad de miembros capacitados ayuda a combatir la aversión al riesgo de tomar deuda a largo plazo. Esto se ve reforzado por la relación positiva entre el número de directores que no tienen relación familiar entre sí, con el ratio de pasivos totales sobre ventas. Sin embargo, y contrariamente con esto, se encuentra que a mayor cantidad de personas en la Alta Gerencia, menor tendencia al financiamiento a través de la toma de deuda.

Además, se encuentra que las firmas más jóvenes toman más deuda a corto plazo que las más antiguas, y que también su nivel de deuda total con respecto a las ventas es inferior, probablemente debido a la etapa del ciclo de vida en que se encuentran (menor nivel de ventas). En cuanto al rendimiento, las empresas familiares parecen tener menor ROE que las no familiares. Esto se puede deber a cualquiera de las tantas causas que afectan el desempeño de las PyMEs familiares, concernientes a su etapa de evolución, nivel de formación y experiencia de sus miembros, conflicto entre subsistemas familiar y empresarial, entre otros. Esta evidencia da soporte parcial a la Hipótesis 8, ya que otras medidas de GC no revelan relaciones estadísticamente significativas.

Tabla 6 Edad, formación y medidas de rendimiento y financiamiento

Edad
Propietarios
<p>–Relación positiva entre la edad del principal accionista y el Margen sobre Ventas (EEFF 2013, $Rho=0.3714^*$) (EEFF prospecto, $Rho=0.424^{**}$). Relación positiva entre la edad del principal accionista y el ROE del prospecto ($Rho=0.4834^{**}$).</p> <p>–Relación negativa entre la edad del menor de los accionistas y el ratio de Pasivo Corriente a Pasivo Total del prospecto ($Rho= -0.3425^*$). Relación positiva entre la edad del menor de los accionistas y el Margen Sobre Ventas (EEFF 2013, $Rho= -0.3665^*$). Relación positiva entre la edad del menor de los accionistas y el Margen sobre Ventas (EEFF prospecto, $Rho= 0.3392^*$).</p>
Directorio
<p>–Relación negativa entre la edad del presidente del directorio y el ratio de Pasivo Total a Ventas ($Rho= -0.3856^{**}$).</p> <p>–Relación negativa entre el promedio de edad de los directores y el ratio de Pasivo Total a Ventas del prospecto ($Rho= -0.4043^{**}$).</p> <p>–Relación positiva entre la edad del más grande de los directores y el ratio de Pasivo Total sobre Patrimonio Neto ($Rho= 0.3722^{**}$). Relación negativa entre la edad del menor de los directores y el ratio de Pasivos Totales sobre Ventas (-0.4772^{***}). Relación negativa entre la edad del menor de los directores y el ratio de Pasivos Totales a Patrimonio Neto del prospecto ($Rho= -0.3252^*$). Relación negativa entre la edad del menor de los directores y el ratio de Pasivos Totales sobre Ventas del prospecto ($Rho= -0.4162^{**}$). Relación positiva entre la edad del menor de los directores y el ratio de Ganancia Neta sobre Pasivo Total ($Rho= 0.3779^{**}$).</p>
Gerentes
<p>–Relación negativa entre la edad del más grande de los gerentes y el ratio de Pasivos Totales a Ventas ($Rho= -0.3702^*$).</p>
Formación
Accionistas
<p>–Relación negativa entre el ROE y la variable Nivel Universitario del Principal Accionista*.</p> <p>–Relación positiva entre el porcentaje de accionistas con título en Ciencias Económicas y el Margen Sobre Ventas ($Rho= 0.4946^*$).</p>
Directores
<p>–Relación negativa entre el Margen Sobre Ventas** y el ROE (EEFF 2013)*, y la variable Nivel Universitario del Presidente del Directorio, la que se relaciona positivamente con el ROE (EEFF prospecto)*. Relación positiva entre el Margen de Ventas*, el ROE**, con la variable Presidente del Directorio con Título en Ciencias Económicas.</p> <p>–Relación negativa entre el número de directores con título universitario y el ratio de Pasivo Corriente sobre Pasivo Total del prospecto ($Rho= -0.3735^*$). Relación positiva entre el número de directores con título universitario ($Rho= 0.4332^{**}$) y el porcentaje de directores con título universitario ($Rho= 0.4784^{**}$), con el Margen sobre Ventas.</p>
Gerentes
<p>–Relación negativa entre el número de gerentes con título universitario y el ratio de Pasivos Corrientes sobre Pasivos Totales (EEFF 2013, $Rho= -0.4197^*$) (EEFF prospecto, $Rho= -0.4622^{**}$).</p>

Nota: * significativo al 10%, ** al 5%, *** al 1%

Con el objetivo de encontrar evidencia que dé soporte a las hipótesis, se realizan una serie de análisis de regresión multi-variable (tabla 8). Se concluye que, en general, no se pueden establecer relaciones estadísticamente significativas entre las variables, principalmente debido al tamaño reducido de la muestra. Se encuentra, sin embargo, que el ratio de Pasivos Corrientes sobre Pasivos Totales puede ser explicado por el Número de Miembros Titulares en el Directorio, ceteris paribus la Rotación del Auditor, el Número de Gerentes Principales que son Accionistas, y las Ventas del 2013 (variable de tamaño). Por lo tanto, podemos concluir que los Directorios más numerosos tienden a endeudarse más a largo plazo que a los menos numerosos. Esta evidencia da soporte a la Hipótesis 8.

Tabla 7 Gobierno Corporativo y medidas de rendimiento y financiamiento

Tamaño del Directorio
–Relación negativa entre el número de miembros titulares en el directorio y el ratio de Pasivos Corrientes sobre Pasivos Totales (Rho= -0.3216*).
Independencia del Directorio y Directores Independientes
–Sin relaciones significativas.
Dualidad del Gerente General
–Sin relaciones significativas.
Equipos Gerenciales
–Relación negativa entre la cantidad de personas en Alta Gerencia, y el ratio de Pasivos Corrientes sobre Pasivos Totales (Rho= -0.3554*); también relación negativa con el ratio de Pasivos Totales sobre Patrimonio Neto (Rho= -0.3392*); con el ratio de Pasivos Totales sobre Ventas (Rho= -0.3757*); y también con el Margen Sobre Ventas (Rho= -0.3624*).
Directores sin relaciones familiares
–Relación Positiva entre el número de directores sin relación familiar y el ratio de Pasivos Totales a Ventas (Rho=0.3830**).
Empresa Familiar
–Relación negativa entre el ROE (EEFF 2013 y prospecto) y la variable Empresa Familiar**.
Rotación del auditor
–Sin relaciones significativas.
Antigüedad de la firma
–Relación negativa entre la antigüedad y el ratio Pasivos Corrientes sobre Pasivos Totales (Rho= -0.3876**); también relación negativa con el ratio Pasivo Total sobre Ventas (Rho= -0.3795**).

Nota: * significativo al 10%, ** al 5%, *** al 1%

Tabla 8 Análisis de Regresión multivariado

	Variable Independiente
Variable dependiente	Pasivos Corrientes sobre Pasivos Totales
Número de Miembros Directorio	-0.083**
Rotación del auditor	0.107
Número de Gerentes Principales que son Accionistas	0.045
Probabilidad conjunta	0.0604

Nota: * significativo al 10%, ** al 5%, *** al 1%

7. Conclusiones

El objetivo principal de este trabajo es generar una descripción de las características principales de las PyMEs cotizantes en el Mercado de Valores de Buenos Aires, enfocándose principalmente en los aspectos relevantes de Gobierno Corporativo, y establecer relaciones entre estas últimas. Para ello, se relevó información disponible públicamente en el sitio Web

de la Comisión Nacional de Valores (prospectos de emisión de obligaciones negociables, Estados Financieros), y los sitios particulares de las empresas, de una muestra de 33 PyMEs que emitieron obligaciones negociables entre 2011-2014.

Los resultados muestran consistencia con los estudios tomados como referencia, en cuanto a la composición del directorio, la concentración de la propiedad en familias controlantes, la participación del accionista mayoritario (a pesar de que en la Argentina parecen tener más control en promedio), y el hecho de que hay gerentes que son propietarios. A diferencia de lo observado en los mismos, la dualidad del Gerente General es bastante menos frecuente (más del 50% menos), y la cantidad promedio de empleados es bastante menor (467 contra 129).

Este estudio describe las características principales de las PyMEs cotizantes en el Mercado de Valores de Buenos Aires, las cuáles muestran, cumpliendo con lo esperado, un alto grado de concentración de la propiedad. Esto se observa en la gran proporción de capital concentrado en el principal accionista, y en el hecho de que más de la mitad son empresas controladas por la misma familia. La separación de la propiedad está muy marcada, contrariamente a lo que podría esperarse, ya que es normal que en pequeñas empresas los propietarios quieran acaparar los puestos gerenciales. Esto muestra una tendencia a la profesionalización de la gerencia, correspondiente a la etapa de delegación del control. A pesar de esto, no hay una tendencia clara a la inclusión de directores externos o independientes, en este aspecto todavía hay lugar para la mejora.

Se cumple lo esperado en cuanto a las relaciones entre las edades de los propietarios y directores y su nivel de estudios. Esto puede explicarse en que muchas empresas siguen en manos casi totalmente de sus fundadores, quienes no se caracterizan por la dedicación universitaria, sino más bien el desarrollo empresarial desde la intuición y experiencia. Así mismo, la formación y experiencia de los gerentes va de la mano con la búsqueda de profesionalización de la gestión, consistente con lo mencionado en cuanto a la separación de la propiedad y el control, y con la baja proporción de empresas en las que el Gerente General es también el Presidente del Directorio.

En cuanto a las medidas de financiamiento y desempeño, se encuentra una tendencia al endeudamiento a corto plazo, y a la toma de deuda por encima del capital propio como forma de financiamiento; y una bajo nivel promedio de Margen sobre Ventas y ROE. No se puede establecer una tendencia clara que permita concluir relaciones entre las edades de los miembros de los diferentes niveles jerárquicos y las decisiones en cuanto al financiamiento; sin embargo, se concluye que un directorio mejor formado académicamente tiende a endeudarse a mayor plazo, lo que se puede deber a que tienen mejores herramientas para manejar los riesgos que implica la deuda. Así mismo, el nivel académico parece ser una de las explicaciones del mejor desempeño. No hay suficiente evidencia que permita concluir que las medidas y herramientas de GC generen un mejor desempeño; a pesar de esto, se encuentra una tendencia al financiamiento a largo plazo en Directorios y equipo gerenciales más numerosos.

Las limitaciones del trabajo subyacen en el reducido tamaño de la población bajo estudio, y en las potenciales distorsiones existentes en la información contable analizada, en particular respecto a los valores del Patrimonio Neto de las empresas.¹

La originalidad del trabajo reside en dos aspectos. En primero lugar, se estudian los aspectos de gobierno corporativo y género en pequeñas y medianas empresas, cuando la gran mayoría de los antecedentes sobre este tema se han tratado en las grandes empresas. En segundo

¹ Los estados financieros presentados en la Argentina no se encuentran corregidos por inflación. La inflación acumulada en los últimos tres años en la Argentina ronda el 118% (fuente: Índice de Precios al Consumidor, Instituto de Estadística de San Luis, periodo junio 2011-mayo 2013). La Norma Internacional de Contabilidad N° 29, aplicable a la información contable en economías hiperinflacionarias, plantea, entre otros aspectos, la necesidad de corrección por inflación si la tasa acumulada de inflación de tres años se acerca o supera 100%.

lugar, se realiza un aporte aplicado a países emergentes, para los cuales existen escasos estudios empíricos previos.

Para concluir, los resultados indican que sería interesante contar con información sistematizada sobre gobierno corporativo para las PyMEs emisoras de valores negociables, a fines de facilitar la búsqueda de este tipo de información por parte de los inversores.

REFERENCIAS

- Abor, J., & Adjasi, C. K. (2007). Corporate Governance and the Small and Medium Enterprises Sector: Theory and Implications. *Corporate Governance*, 7(2), 111-122.
- Agresti, A. (2002). *Categorical Data Analysis* (Segunda ed.). Wiley.
- Belghitar, Y., & Khan, J. (2013). Governance mechanisms, investment opportunity set and SMEs cash holdings. *Small Bus Econ*(40), 56-72.
- Berent-Braun, M. M., & Uhlaner, L. M. (2012). Family governance practices and teambuilding: paradox of the enterprising family. *Small Business Economics*, 38, 103-119.
- Berle, A., & Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. Transaction Publishers.
- Braga Alves, M., & Shastri, K. (2011). Corporate Governance, Valuation, and Performance: Evidence from a Voluntary Market Reform in Brazil. *Financial Management*(40), 139-157.
- Brunninge, O., Nordqvist, M., & Wiklund, J. (2007). Corporate Governance and Strategic Change in SMEs: The Effects of Ownership, Board Composition and Top Management Teams. *Small Business Economics*, 29, 295-308.
- Brunninge, O., Nordqvist, M., & Wiklund, J. (2007). Corporate Governance and Strategic Change in SMEs: The Effects of Ownership, Board Composition and Top Management Teams. *Small Business Economics*, 29, 295-308.
- Calabrò, A., & Mussolino, D. (2011). How do boards of directors contribute to family SME export intensity? The role of formal and informal governance mechanisms. *Journal of Management Governance*.
- Campos, C., Newell, R., & Wilson, G. (2002). Corporate Governance Develops in Emerging Markets: Shareholders in Emerging Markets Show They're Willing to Pay a Premium for Good Governance Standards. *McKinsey on Finance*(Winter), 15-18.
- Caneghem, T. V., & Campenhout, G. V. (2012). Quantity and quality of information and SME financial structure. *Small Business Economics*, 39, 341-358.
- Carrera, A. (s.f.). Recuperado el 26 de Noviembre de 2013, de IAE: <http://www.iae.edu.ar/pi/catedras/Directorio/Paginas/Articulos.aspx>
- Carrera, A. (s.f.). IAE. Obtenido de Los Órganos de Gobierno en la PyME Argentina: <http://www.iae.edu.ar/pi/catedras/Directorio/Paginas/Articulos.aspx>
- Daily, C., Certo, T., & Dalton, D. (1999). A Decade of Corporate Women: Some Progress in the Boardroom, None in the Executive Suit. *Strategic Management Journal*, 20(1), 93-99.
- Farrell, K. A., & Hersch, P. L. (2005). Additions to corporate boards: the effect of gender. *Journal of Corporate Finance*, 11, 85-106.
- Francoeur, C., Labelle, R., & Sinclair-Desgagné, B. (2008). Gender Diversity in Corporate Governance and Top Management. *Journal of Business Ethics*, 81, 83-95.
- Garay, U., & González, M. (2008). Corporate Governance and Firm Value: The Case of Venezuela. *Corporate Governance: An International Review*, 10, 194-209.
- Gnan, L., Montemerlo, D., & Huse, M. (2013). Governance Systems in Family SMEs: The Substitution Effects between Family Councils and Corporate Governance Mechanisms. *Journal of Small Business Management*.
- Gold, A., Hunton, J. E., & Gomaa, M. I. (2009). The Impact of Client and Auditor Gender on Auditors' Judgments. *Accounting Horizons*, 1, 1-18.

- Gordon, I. M., Hrazdil, K., & Shapiro, D. (2012). Corporate governance in publicly traded small firms: A study of Canadian venture exchange companies. *Business Horizons*, 583-591.
- Heuvel, J. v., Gils, A. V., & Voordeckers, W. (2006). Board Roles in Small and Medium-Sized Family Businesses: performance and importance. *The Authors Journal compilation*, 14, 467-485.
- Heuvel, J. V., Gils, A. V., & Voordeckers, W. (2006). Board Roles in Small and Medium-Sized Family Businesses: performance and importance. *Corporate Governance*, 14(5), 467-485.
- Ittonen, K., Vähämaa, E., & Vähämaa, S. (2013). Female Auditors and Accruals Quality. *Accounting Horizons*, 27, 205-228.
- Jensen, M., & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*(3), 305-360.
- Kang, E., Ding, D. K., & Charoenwong, C. (2010). Investor reaction to women directors. *Journal of Business Research*, 63, 888-894.
- Klapper, F., & Love, I. (2004). Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets. *Journal of Corporate Finance*, 10, 703-728.
- LaPorta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate. *Journal of Financial Economics*(58), 3-27.
- Leal, R. P., & Carvalhal-da-Silva, A. L. (2007). Corporate Governance and Value in Brazil. *Red de Centros de Investigación Banco Interamericano de Desarrollo*.
- Machold, S., Huse, M., Minichilli, A., & Nordqvist, M. (2011). Board Leadership and Strategy Involvement in Small Firms: A Team Production Approach. *Corporate Governance: An International Review*, 19(4), 368-383.
- Mínguez-Vera, A., & López-Martínez, R. (2010). Female Directors and SMES: An Empirical Analysis. *Journal of Global Strategic Management*, 8, 34-46.
- O'Donnell, E., & Johnson, E. N. (2001). The Effects of Auditor Gender and Task Complexity on Information Processing Efficiency. *International Journal of Auditing*, 5, 91-105.
- Porta, R. L., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). Investor protection and corporate. *Journal of Financial Economics*(58), 3-27.
- Schlaps, K., Albanese, D., Briozzo, A., & Vigier, H. (2013). Pincipios de independencia en la auditoria de PyMEs: Análisis comparativo de normativa nacional e internacional y evidencia empírica para la Argentina. *XXX Conferencia Interamericana de Contabilidad*. Uruguay.
- Siebels, J.-F., & Knyphausen-Aufseß, D. z. (2011). A Review of Theory in Family Business Research: The Implications for Corporate Governance. *International Journal of Management Reviews*.
- Streb, M. L. (2013). Buenas prácticas de gobierno societario para las. *Serie Documentos de Trabajo, Universidad del CEMA*(522).
- Tirole, J. (2001). Corporate Governance. *Econometrica*, 69, 1-35.
- Uhlener, L., Wright, M., & Huse, M. (2007). Private Firms and Corporate Governance: An Integrated Economic and Management Perspective. *Small Business Economics*, 29, 225-241.
- Young, M. N., Peng, M. W., Ahlstrom, D., Bruton, G. D., & Jiang, Y. (2008). Corporate Governance in Emerging Economies:.. *Journal of Management Studies*(45), 196-220.

ANEXO

Tabla 9 Definición de las variables ad hoc

Variable	Definición
Accionistas, directores y gerentes con título universitario	Según lo reportado por la empresa en la información presentada a la CNV.
Accionistas, directores y gerentes con título en ciencias económicas	Según lo reportado por la empresa en la información presentada a la CNV. Se considera título de ciencias económicas a Licenciado en Administración, Licenciado en Economía, Contador Público Nacional, Actuario y afines.
Miembros alta gerencia	Según lo reportado por la empresa en la información presentada a la CNV, número de personas en alta gerencia.
Empresa familiar	Se considera empresa familiar si la propiedad está concentrada totalmente o en su mayoría en personas con el mismo apellido (o relación explícitamente establecida).
Director externo	No es propietario ni empleado de la empresa
Director independiente	Es externo, y no tiene relación familiar ² .
Separación propiedad-control (total)	Ningún accionista es miembro de la alta gerencia. Variable toma valor "1".
Separación propiedad-control (parcial)	Al menos un accionista es miembro de la alta gerencia. Variable toma valor "0,5".
Separación propiedad-control (nula)	El total de la alta gerencia se compone de accionistas. Variable toma valor "0".
Dualidad Gerente General	Toma valor "1" si el Gerente General es también el Presidente del Directorio.
Rotación del auditor	En base a todos los EEFF anuales disponibles para cada empresa, toma valor "1" si los mismos no son auditados por la misma persona.
Auditadas por una firma Big 4	Toma valor "1" si el auditor pertenece a las firmas: PricewaterhouseCoopers, Ernest & Young, Deloitte Touche Tohmatsu, KPMG.

² Definición menos estricta que la establecida por la Comisión Nacional de Valores.

Tabla 10 Definición de las variables dependientes

Variable	Definición
Pasivo Total sobre Patrimonio Neto	Según lo reportado por la empresa en la información presentada a la CNV, medido para el cierre de actividad de 2013 y del presentado en el prospecto de emisión. Mide el ratio de financiamiento.
Pasivo Corriente sobre Pasivo Total	Según lo reportado por la empresa en la información presentada a la CNV, medido para el cierre de actividad de 2013 y del presentado en el prospecto de emisión. Refleja la proporción de deuda de corto plazo sobre deuda total.
Pasivo Total a Ventas	Según lo reportado por la empresa en la información presentada a la CNV, medido para el cierre de actividad de 2013 y del presentado en el prospecto de emisión. Permite relativizar los pasivos de la empresa con una variable de flujo.
ROE	Según lo reportado por la empresa en la información presentada a la CNV, medido para el cierre de actividad de 2013 y del presentado en el prospecto de emisión. Medido como la Ganancia Neta sobre el Patrimonio Neto.
Margen sobre Ventas	Según lo reportado por la empresa en la información presentada a la CNV, medido para el cierre de actividad de 2013 y del presentado en el prospecto de emisión. Permite reflejar el porcentaje de ganancia neta que generan las ventas de la firma.
Ganancia Neta sobre Pasivo Total	Según lo reportado por la empresa en la información presentada a la CNV, medido para el cierre de actividad de 2013 y del presentado en el prospecto de emisión. Permite relativizar las ganancias de la empresa con una variable de stock.

Tabla 11 Definición de las variables independientes

Variable	Definición
Pasivo Total sobre Patrimonio Neto (2012)	Según lo reportado por la empresa en la información presentada a la CNV, medido para el cierre de actividad de 2012.
Pasivo Corriente sobre Pasivo Total (2012)	Según lo reportado por la empresa en la información presentada a la CNV, medido para el cierre de actividad de 2012.
Pasivo Total a Ventas (2012)	Según lo reportado por la empresa en la información presentada a la CNV, medido para el cierre de actividad de 2012.
ROE	Ver Tabla 10.
Margen sobre Ventas	Ver Tabla 10.
Ganancia Neta sobre Pasivo Total	Ver Tabla 10.
Industria	Toma valor "1" si es empresa manufacturera, y "0" caso contrario.
Número de Empleados	Número de empleados en 2013.
Antigüedad	Según fecha de inscripción en Registro Público de Comercio.
Empresa Familiar	Ver Tabla 9.
Miembros alta gerencia	Ver Tabla 9.
Director independiente	Ver Tabla 9.
Separación propiedad-control	Ver Tabla 9.
Dualidad Gerente General	Ver Tabla 9.
Rotación del auditor	Ver Tabla 9.
Participación del principal accionista (%)	Según prospectos de emisión.
Número de personas físicas y jurídicas accionistas	Cantidad de accionistas según si son institucionales o no.
Número de accionistas con más de 5% de capital.	Cantidad de accionistas que poseen un mínimo de 5% de capital.
Tenencia accionaria en manos de mujeres (%)	Según información reportada a la CNV.
Número de accionistas mujeres	Según información reportada a la CNV.
Principal accionista es mujer	Según información reportada a la CNV.
Número de mujeres en alta gerencia	Según información reportada a la CNV.
Número de mujeres titulares en Directorio	Según información reportada a la CNV.
Auditor es mujer	Toma valor "1" si el auditor de los EEFF 2013 es mujer.