



DOCENTES DE ADMINISTRACIÓN FINANCIERA

**XXXVI Jornadas Nacionales de Administración Financiera
Septiembre 2016**

CREACIÓN DE VALOR Y GOBIERNO CORPORATIVO EN EMPRESAS DEL MERCADO DE VALORES DE BUENOS AIRES

**Juan Ignacio Vigier
Anahí Briozzo
Diana Albanese**

Universidad Nacional del Sur

SUMARIO: 1. Introducción. 2. Marco teórico y antecedentes. 3. Metodología. 4. Resultados. 5. Conclusiones.

Para comentarios: abriozzo@uns.edu.ar

Resumen

El objetivo de este trabajo es evaluar ciertas características del gobierno corporativo y determinar la relación de las mismas en la creación de valor, medida a través del ratio valor de mercado/valor de libros. Se analiza una muestra de 40 empresas de capital abierto del Mercado de Valores de Buenos Aires. A través de un análisis estadístico bivariado con pruebas paramétricas y no paramétricas, se encuentra evidencia que, algunas de las variables analizadas, como la dualidad del CEO, la gestión del riesgo, la publicación de estados contables en inglés, estados contables auditados por firmas “Big Four”¹ y la presencia de sociedades entre los accionistas de la empresa, están relacionadas positivamente con la creación de valor en las empresas.

Juan Ignacio Vigier es becario de Introducción a la Investigación para Alumnos Avanzados de la UNS. Directoras: Anahí Briozzo y Diana Albanese

¹ Término inglés utilizado para referirse a las firmas más importantes del mundo en el sector de la consultoría y auditoría: KPMG, PWC (PricewaterhouseCoopers), Deloitte y Ernst & Young.

1. Introducción

El desarrollo del gobierno corporativo (GC) o gobernanza empresaria ha sido parte de la agenda de las políticas públicas y emisión de normativas desde hace varios años en la Argentina. En particular, con respecto a las empresas que hacen oferta pública de sus títulos, la normativa vigente relacionada incluye la Ley N° 26831 (Ley de Mercado de Capitales, LMC), la Ley N° 19550 (Ley General de Sociedades, LGS), las normas de la Comisión Nacional de Valores (CNV) 2013, aprobadas mediante Res. Gral. CNV 622/2013 y la Res. CNV 606/12 referida al Código de Gobierno Societario.

Sin embargo, los estudios que describan las características del GC en las empresas argentinas son escasos, encontrándose antecedentes en CEF (2005), Bebzuck (2005), Briano Turrent (2012), realizados en forma previa a la entrada en vigencia de las nuevas normativas. Por otro lado, existen estudios recientes como Santoliquido *et al* (2015) y Briozzo *et al* (2016), pero los mismos están desarrollados sobre las emisoras de obligaciones negociables del panel pyme de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

Este trabajo pretende ser un aporte a la falencia existente en tal sentido, a través de un estudio que combina las características de exploratorio, descriptivo y correlacional. Se construye una muestra de 40 empresas que realizan oferta pública de sus acciones en el Mercado de Valores de Buenos Aires, y para esta ella se recaba información de 43 características de GC en el año 2015, agrupadas en cinco temáticas: 1) composición y funcionamiento del directorio, 2) transparencia e integridad de la información, 3) partes relacionadas, ética, conflictos de interés y Responsabilidad Social Empresaria (RSE), 4) protección de los accionistas y 5) Medición, administración y divulgación del riesgo. De esta forma, se realiza una descripción del estado actual del desarrollo del GC en empresas de capital abierto de la Argentina.

Posteriormente se desarrolla el objetivo principal de este trabajo, que consiste en estudiar en forma preliminar la relación de las características del GC con el ratio de valor de mercado sobre valor de libros de la acción (VM/VL), tomado como proxy a la creación de valor. Se analiza la relación directa, y luego se afina el estudio de resultados incluyendo al tamaño como variable de control.

Los resultados muestran que hay aspectos del GC que se desarrollan con el tamaño de la empresa, mientras que otras variables muestran una relación con la creación de valor que es robusta al control por tamaño. En las conclusiones se analizan las debilidades del trabajo y se esbozan las líneas de investigación futuras.

2. Marco teórico y antecedentes

Es posible definir al GC como un conjunto de mecanismos de incentivos desarrollados para administrar las empresas con el objeto de proteger los intereses, acciones, derechos y obligaciones de los diferentes participantes con interés legítimo en la misma (*Stakeholders*).

En concordancia con la definición anterior, la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE). (2004) define:

“El GC es el sistema por el que las corporaciones de negocios son dirigidas y controladas. La estructura de GC especifica la distribución de derechos y responsabilidades entre los diferentes participantes en la corporación, como el directorio, la gerencia, los accionistas y otros incumbentes (*stakeholders*) y detalla las reglas y procedimientos para la toma de decisiones sobre los temas corporativos. Para hacer esto, también provee la estructura a través de la cual se determinan los objetivos de la compañía, se asignan los medios para alcanzar dichos objetivos y se determina cómo se monitorea el desempeño en relación a los objetivos perseguidos”.

Según Fornero (2007) es posible realizar una clasificación preliminar de dos modelos extremos de GC. Por un lado el modelo anglo-americano o modelo basado en el mercado adoptado por países cuyo sistema legal se enmarca dentro del *common law* (basado en la jurisprudencia), está orientado a los accionistas, en este esquema existe una alta atomización de la propiedad, mercados de capitales eficientes y desarrollados, y un “mercado de control” muy activo (debido a la eficiencia de los mercados, las compras hostiles –*takeovers*–, reestructuraciones y fusiones son comunes en el escenario corporativo).

En el otro extremo se encuentra el modelo euro-asiático o modelo basado en las relaciones, este prevalece en el resto de los países fuera del mundo anglosajón (incluida América Latina). El mismo se caracteriza por sólidas relaciones de la firma con los accionistas controlantes, financiamiento mucho más dependiente de los bancos que del mercado de capitales y un mercado de control más inactivo que el modelo anglo-americano.

Por otra parte, dentro del GC se pueden distinguir dos componentes, el institucional, es decir aquel que se origina por el marco legal y normativo en el que se desarrolla la empresa y el contractual, causado por los compromisos voluntarios que asume la firma.

En lo que respecta a los títulos de renta variable (acciones), las políticas de GC tienen un rol fundamental. Wei-Peng *et al* (2007), realizan un estudio investigando los efectos de la revelación de información y la liquidez. Para esto utilizan como proxy para la medición de la apertura de la información, el *ranking* de transparencia y difusión elaborado por Standard & Poor's,² realizado sobre las empresas que cotizan sus acciones en el S&P 500, en el mismo se establecen tres categorías de información: estructura de la propiedad y derechos del inversor, transparencia financiera y apertura de la información y junta directiva y administración composición y proceso. Encuentran que aquellas entidades con una alta clasificación del índice, poseen un menor *spread* efectivo y, por lo tanto, una mayor liquidez de sus títulos.

Actualmente, en la Argentina, las empresas que han emitido títulos valores a través de los mercados de valores están obligadas a presentar un informe de cumplimiento del código de gobierno societario según la Res. CNV 606/12. El mismo se estructura a partir de principios y recomendaciones, donde los primeros enuncian conceptos generales que subyacen en todo buen gobierno societario y las recomendaciones sugieren un marco para la aplicación de los principios y que son seguidos de comentarios indicativos de cómo llevar a cabo la buena práctica en cuestión en donde las empresas deberán informar y explicar su cumplimiento, cumplimiento parcial o incumplimiento. La aplicación de este código está sustentada en los principios de *transparencia, información plena, trato igualitario entre inversores, protección de la estabilidad de las entidades e intermediarios financieros*, entre otros. Por último, cabe destacar que las empresas que se encuentren comprendidas dentro del régimen Pyme de la CNV (Resolución General N° 640/15) deberán cumplir un régimen informativo más flexible y no estarán obligadas a la elaborar un código de gobierno societario.

Es de importancia advertir que este estudio se encuentra dirigido hacia un país emergente. Según la clasificación del MSCI (Morgan Stanley Capital Investment) el mercado de capitales argentino se encuentra en la categoría *fronterizo*, aunque se espera que en el próximo año cambie a *emergente*. Estos se caracterizan por una elevada concentración en la tenencia de capital, poco volumen de negociación de los títulos (baja liquidez), una disponibilidad de información limitada y como consecuencia, una mayor volatilidad. Según datos del Banco Mundial, dentro de los países en los que se encuentra información disponible, la Argentina es el que posee una mayor volatilidad en el precio de las acciones en América Latina.³

² Standard & Poor's Financial Services LLC (S&P) es una empresa estadounidense de servicios financieros

³ Se toman en cuenta los últimos tres años de información disponible. El cálculo se realiza sobre el promedio de volatilidad del índice bursátil nacional.

2.1 Antecedentes empíricos sobre los efectos del GC

Dentro de las investigaciones que han abordado la relación entre el GC y la creación de valor se destacan La Porta *et al* (1998) en el que se realiza un estudio para el mercado norteamericano llegando a la conclusión que las buenas prácticas de GC reducen el costo de financiamiento de las empresas al incrementar la confianza de los inversores. En igual sentido, Gompers *et al* (2003) elaboran un índice de buenas prácticas de GC concluyendo que las empresas mejor posicionadas poseen una mejor *performance* operativa y un mayor valor de mercado. Por otra parte, Foerster & Huen (2004) utilizando una muestra de 207 empresas de Canadá demuestran que las empresas con mejor GC obtienen un retorno superior al normal en el largo plazo.

En un estudio contemporáneo, Jiraporn *et al* (2012) estudian cómo el GC afecta el nivel de deuda en empresas de los Estados Unidos encontrando que la misma actúa como un sustituto de una buena política de GC, las empresas con un GC más pobre están más endeudadas, lo cual apoya el rol de la deuda como instrumento de control de los costos de agencia.

En el caso de investigaciones realizadas para mercados emergentes, Campos *et al* (2002) analizan 188 compañías de seis mercados emergentes en busca de una relación directa entre el ratio valor de mercado/valor de libros y el grado de adopción de buenas prácticas de GC por parte de las empresas. Este estudio arrojó como resultado que los inversores están dispuestos a premiar a las firmas que adopten buenas prácticas de GC.

Klapper & Love (2004) observan el nivel de GC de empresas de 14 países emergentes dejando en evidencia que la correlación entre el nivel de GC y la valoración de la empresa es más fuerte en países con GC institucional débil. Profundizando este aspecto, los autores examinan los efectos de las prácticas de GC en países con eficiencia judicial débil y sistema legal frágil, encontrando que los efectos de la gobernanza son mucho más significativos en el segundo entorno.

Siguiendo con la misma línea, Balasubraman *et al* (2010) realizan un estudio sobre 301 firmas indias de capital abierto (excluyendo empresas públicas y aquellas cuyo volumen negociado es pequeño) en el que, a través de la elaboración de un índice de medición de GC (IGGI), encuentran una relación positiva entre el mismo y el valor de mercado de la firma. Encontrando esta relación significativa tanto en empresas grandes como en pequeñas. Sin embargo, esta correlación se quiebra cuando se estudia cada aspecto particular del IGGI.

En investigaciones similares pero realizadas en países latinoamericanos, Lagos Cortés (2013) encuentra evidencia de la existencia de una relación entre las prácticas de GC llevadas a cabo por las empresas colombianas no pertenecientes al sector financiero y el monto total demandado por los inversores en la emisión de sus títulos públicos (ya sean obligaciones negociables o acciones). Por otro lado, Funchal & Soares Monte-Mor (2016) analizan los efectos de los cambios en el nivel de GC sobre las políticas de financiamiento con deuda de las empresas en Brasil, tomando como referencia la ley Sarbanes-Oxley. Para esto analizan las diferencias en la estructura de capital, el monto total de deuda y el origen, costo y plazo de la misma entre el conjunto de empresas brasileñas que realiza oferta pública de sus acciones mediante ADRs (clase 2 y 3) –Sujetas a la ley Sarbanes-Oxley– y aquellas empresas de origen brasileño, similares a estas (comparables), pero que no están alcanzadas por la ley en cuestión. Encuentran un efecto positivo en el acceso de las empresas a esta nueva regulación, observado en el aumento del monto total de deuda, aumento de la financiación en el largo plazo y una disminución del costo de la deuda. Este efecto solo es verificado con la deuda emitida en Brasil, ya que con la deuda emitida en el extranjero la diferencia no es significativa.

Por último, Garay & Gonzalez (2008) estudian el mercado de capitales venezolano, llegando a una conclusión similar a la mencionada en párrafos anteriores, en relación a que el impacto de un buen GC es mayor en países con entornos legales débiles.

2.2 Características del GC en empresas latinoamericanas

Con respecto a las características de GC de las empresas latinoamericanas, KPMG (2016) reporta que para 247 empresas de la BOVESPA durante el año 2015, el tamaño promedio del directorio es de 7,4 miembros. El 36% de los directorios tiene al menos un miembro mujer, siendo la participación promedio de 6%. En el segmento tradicional la dualidad del CEO está presente en el 66% de las empresas (esta característica no está permitida en los segmentos diferenciados). El 62% de los directores son externos, y el 28% independientes. El número promedio de reuniones del directorio es de 7 veces al año, y un 47% se reúne el mínimo de cuatro veces. El comité de auditoría, que no es obligatorio, está presente en el 47% de las empresas, con un tamaño promedio de 3,6 miembros. El comité de remuneraciones existe en el 25% de las empresas. El 45% declara tener un área dedicada al control de riesgos. El código de ética está presente en el 44% de las empresas del segmento tradicional, donde no es obligatorio.

Briano Turrent y Saavedra García (2015) estudian las empresas pertenecientes a los principales índices accionarios de la Argentina, Brasil, Chile y México en el periodo 2004-2010, y reportan que el tamaño medio del directorio es de 10 miembros. La dualidad del CEO está presente en un 21,6% de las empresas en el 2010, y se destaca que esta práctica es más frecuente en la Argentina y México. La participación de mujeres en el directorio es de 5% promedio en el 2010. En un estudio más reciente, Deloitte (2015) reporta que el 12% de los miembros de directorios son mujeres, siendo este porcentaje de 7% en Colombia y 6,2% en México.

3. Metodología

3.1 Datos y muestra seleccionada

Este estudio tiene como objetivo analizar las empresas que realizan oferta pública de sus acciones en el mercado de valores de Buenos Aires en el 2016. No se tienen en cuenta aquellas sociedades que estén sujetas a otro tipo de regulación de la dictada por la Comisión Nacional de Valores (CNV). Dentro de éstas se encuentran: las entidades bancarias, sujetas a la normativa dictada por el Banco Central de la República Argentina, aquellas empresas que cotizan en Estados Unidos a través de *ADRs*⁴ (sujetas a la ley Sarbanes-Oxley) o en otros países mediante sus respectivos instrumentos (reguladas por la legislación del país pertinente), empresas comprendidas por la Resolución General N° 640/15 de la CNV (Régimen PYME de la CNV) y empresas de capital extranjero.

Una vez establecido el universo poblacional (43 empresas), se realiza un muestreo por conveniencia, en el que se seleccionan las veinte empresas con mayor ratio Valor de mercado/Valor de libros (VM/VL) y las veinte empresas de menor ratio, tomado al 19 abril del 2016. La muestra equivale al 93% del universo poblacional.

3.2. Medición de las variables y análisis estadístico

Para la obtención de información de las variables de interés se realiza un análisis de documentos públicos entre los que se destacan los códigos de gobierno societario, los estados contables anuales, prospectos de emisión de obligaciones negociables y acciones, entre otros.

⁴ Se incluyen también, a aquellas empresas que negociaban *ADRs* en el OTC (mercado *over-the-counter*)

Para esto se utilizan distintas fuentes de datos secundarias: Comisión Nacional de Valores, la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, y sitios web propios de las empresas.

Para la determinación del ratio valor de mercado/valor de libros se toma como referencia el informe del Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC) correspondiente a la rueda del 19 de abril de 2016.

Para el análisis de las variables, en primer lugar, se emplean técnicas de estadística descriptiva. Luego se realiza un análisis estadístico bivariado, con pruebas paramétricas y no paramétricas se busca determinar una relación de dependencia entre el ratio VM/VL de las empresas y las variables de estudio. Posteriormente se analiza la existencia de relaciones espurias mediante regresión lineal de las variables de GC y variables control (tamaño) contra el ratio VM/VL.

En la tabla 1 se presenta el listado de variables de GC consideradas en este trabajo, su naturaleza, y la fuente de información.

Tabla 1: Variables de GC

<i>Variable</i>	<i>Tipo</i>	<i>Fuente</i>
Composición y funcionamiento del Directorio		
Numero miembros titulares directorio	Cuantitativa	CNV
Numero miembros suplentes directorio	Cuantitativa	CNV
Numero mujeres titulares directorio	Cuantitativa	CNV
Numero mujeres suplentes directorio	Cuantitativa	CNV
Proporción de mujeres titulares directorio	Cuantitativa	CNV
Proporción de mujeres suplentes directorio	Cuantitativa	CNV
Proporción de mujeres total directorio	Cuantitativa	CNV
Nro directores titulares independientes	Cuantitativa	CNV
Nro directores suplentes ind	Cuantitativa	CNV
Prop. Directores titulares independientes	Cuantitativa	CNV
Prop. Directores suplentes independientes	Cuantitativa	CNV
Prop. directores indep en el directorio	Cuantitativa	CNV
Nro reuniones en el ejercicio	Cuantitativa	CNV
Presidente del direct. es CEO	Binaria	CNV
Vicepresidente es CEO	Binaria	CNV
Transparencia e integridad de la información		
Nro miembros comité auditoria	Cuantitativa	CNV
Nro independientes Comité auditoria	Cuantitativa	CNV
Auditor externo es mujer	Binaria	EEFF
Auditor externo es Big 4	Binaria	EEFF
Directorio posee comité nombramiento	Binaria	CGS
Dir. Posee comité de gestión de remuneraciones	Binaria	CGS
Presid. del comité de auditoría es independiente	Binaria	CNV
Empresa tiene web propia	Binaria	WWW
Posee info accionistas/Empresas con página web	Binaria	WWW
Publica EEFF en ingles/ Empresas con página web que no redirigen a CNV	Binaria	WWW/Bolsar
Posee info accionistas/Empresas con página web	Binaria	WWW

Tabla 2: Variables de GC (cont)

Variable	Tipo	Fuente
Partes relacionadas, ética, conflictos de interés y RSE		
Emite balance social	Binaria	CGS
Posee código de ética	Binaria	CGS
2015, hubo alguna transacción con partes relacionadas	Binaria	CNV
Protección de los accionistas		
Acciones idem cantidad votos	Binaria	EEFF
Existen acciones preferidas	Binaria	EEFF
Principal accionista es mujer	Binaria	CNV
Principal accionista es otra sociedad	Binaria	CNV
Otras sociedades son accionistas	Binaria	CNV
Prop. acciones preferidas	Cuantitativa	EEFF
Numero personas jurídicas (PJ) accionistas (tenencia mayor a 5%)	Cuantitativa	CNV
Prop. Tenencia en principal accionista	Cuantitativa	CNV
Prop. Tenencia en PJ (>5%)	Cuantitativa	CNV
Medición, administración y divulgación del riesgo		
Existe función independiente dentro Gerencia general que implementa política de administración de riesgos	Binaria	CGS
Cuenta con política de gestión integral riesgos	Binaria	CGS
Existe un comité de gestión de riesgos en directorio o gerencia general	Binaria	CGS
Las políticas de gestión de riesgo son informadas	Binaria	CGS
Se informa en los EEFF y la memoria anual los resultados de la supervisión de riesgos	Binaria	CGS, EEFF

4. Resultados

4.1 Estadística descriptiva

Se muestra en primer lugar la composición de la muestra por sector de actividad, según la clasificación realizada por el IAMC (tabla 2).

Con respecto a la variable dependiente, el ratio VM/VL, éste toma un valor medio de 4,55, con un mínimo de 0,33 (EMDERSA) y un máximo de 29,16 (Quickfood SA). El desvío es de 4,97.

En la tabla 3 se presenta la estadística descriptiva de las variables de GC cuantitativas. Puede observarse que el tamaño promedio del directorio es de siete integrantes, con un mínimo de cuatro, por encima del valor establecido por el Art. 255 de la Ley General de Sociedades (LGS), de tres integrantes. En cambio, el comité de auditoría está integrado en todas las empresas por el mínimo de tres miembros requerido por el Art. 109 de la Ley de Mercado de Capitales (LMC).

Sólo 13 empresas poseen participación femenina entre sus directores titulares (entre una y dos directoras), obteniéndose una media de 0,4 para toda la muestra. Considerando el total de directores, tanto titulares como suplentes, la participación femenina es del 9,7%.

Tabla 3. Composición de la muestra por sector

<i>Actividad/Sector</i>	<i>Frecuencia</i>	<i>%</i>	<i>Acumulado</i>
Actividades Inmobiliarias	3	7.5	7.5
Agricultura y ganadería	1	2.5	10
Alimentos y Bebidas	4	10	20
Comercio	3	7.5	27.5
Construcción	3	7.5	35
Holding	1	2.5	37.5
Industria de Petróleo y Gas	1	2.5	40
Manufactura	12	30	70
Servicios	1	2.5	72.5
Servicios Públicos	9	22.5	95
Transporte de Pasajeros y Peajes	2	5	100
Total	40	100	

Tabla 4: Estadística descriptiva de las variables cuantitativas de GC

<i>Variables de GC</i>	<i>Media</i>	<i>Desvío</i>	<i>Min</i>	<i>Max</i>
Composición y funcionamiento del Directorio				
Numero miembros titulares directorio	7.100	2.416	4.000	14.000
Numero miembros suplentes directorio	4.925	3.253	1.000	14.000
Numero mujeres titulares directorio	0.400	0.632	0.000	2.000
Numero mujeres suplentes directorio	0.650	0.802	0.000	3.000
Prop. Mujeres titulares directorio	0.062	0.108	0.000	0.400
Prop. Mujeres suplentes directorio	0.159	0.203	0.000	0.750
Prop. Mujeres total	0.097	0.115	0.000	0.500
Nro directores titulares independientes	2.625	1.295	0.000	8.000
Nro directores suplentes ind	2.091	1.422	0.000	6.000
Prop. Directores titulares independientes	0.379	0.144	0.000	0.727
Prop. Directores suplentes independientes	0.459	0.270	0.000	1.000
Prop. directores indep en el directorio	0.692	0.090	0.667	1.000
Nro reuniones en el ejercicio	8.175	3.507	4.000	18.000
Transparencia e integridad de la información				
Nro miembros comité auditoria	3.000	0.000	3.000	3.000
Nro indep. Comité auditoria	2.077	0.270	2.000	3.000
Prop. Acciones preferidas	0.001	0.005	0.000	0.032
Numero personas jurídicas (PJ) accionistas (tenencia mayor a 5%)	1.725	1.219	0.000	5.000
Prop. Tenencia en principal accionista	0.669	0.169	0.298	0.941
Prop. Tenencia en PJ (>5%)	0.793	0.186	0.298	1.000

La participación de directores independientes, ya sean titulares o suplentes, tiene su mínimo dado por el requerimiento de mayoría de miembros de tal condición en el comité de auditoría (Art. 109 LMC), o sea de dos integrantes. El promedio de directores titulares independientes es de 2,6. Considerando la proporción de directores independientes (tanto titulares como suplentes) sobre el número total de directores (tanto titulares como suplentes), la proporción es elevada, observándose un promedio de 69,2%.

La frecuencia de las reuniones del directorio muestra un mínimo de cuatro veces al año, mínimo establecido por el Art.267 de la LGS. El promedio supera el doble de este valor, con 8,175 reuniones por año.

El total de las empresas presentó sus estados financieros del último ejercicio dentro del plazo previsto por la CNV de 70 días corridos después del cierre del ejercicio (Tít. IV. Cap. I Sec. I. Art. 1 Normas CNV 2013).

Sólo dos empresas han emitido acciones preferidas, por lo cual la proporción promedio de acciones preferidas sobre el total accionario es muy bajo.

Se observa una fuerte concentración de la propiedad accionaria, dado que el principal accionista posee en promedio el 66,9% del capital accionario.

En la tabla 4 se presentan las características de GC de naturaleza binaria, indicándose la presencia de la característica en la muestra. La dualidad del CEO, es decir, el presidente del directorio es también el CEO, se observa en el 19,4% de la muestra. Esta dualidad es más frecuente en el puesto de vicepresidente del directorio (32,3%). Sumando ambos casos, el 51,6% de las empresas presenta esta dualidad de roles.

La función de auditoría externa es desempeñada en la mayoría de las empresas (67,5%) por una de las Big 4, siendo el auditor una mujer sólo en el 10% de los casos.

Con respecto a los comités no obligatorios del directorio, incluidos en la Res. CNV 606/12 de Código de Gobierno Societario, solo el 2,5% de las empresas posee un comité de nombramientos, y el 7,5% un comité de remuneraciones.

El presidente del comité de auditoría es un director independiente en el 77,1%.

El 90% de las empresas posee sitio web propio. De éstas, el 64% posee una sección de información para accionistas y el 26% publica sus EEFF también en idioma inglés.

El 22,5% de las empresas emite un balance social, mientras que el 70% posee un código de ética.

La gran mayoría de las empresas (92,5%) declaró transacciones con partes relacionadas en el 2015.

El 55% de las empresas posee sólo acciones con una misma cantidad de votos.

Con respecto a la estructura de propiedad, ninguna de las empresas de la muestra posee un accionista principal que sea mujer. El 90% posee sociedades entre sus accionistas, lo que señala la fuerte presencia de grupos económicos.

Por último se analiza la política de administración de riesgos. En su CGS el 25% declara que existe una función independiente en la gerencia general dedicada a este tema, si bien el 80% posee una política de gestión integral de riesgos. El 32% declara contar con un comité de gestión de riesgos en el directorio o la gerencia general. El 52% informa las políticas de gestión de riesgos usadas en su CGS, y el 70% informa en los EEFF los resultados de la supervisión de riesgos.

Tabla 5: Estadística descriptiva de las variables cuantitativas de GC

Variable	Si (%)
Composición y funcionamiento del Directorio	
Presidente del direct. es CEO	19.4%
Vicepresidente es CEO	32.3%
Transparencia e integridad de la información	
Auditor ext es mujer	10.0%
Auditor ext es Big 4	67.5%
Directorio posee comité nombramiento	2.5%
Dir. Posee comité de gestión de remuneraciones	7.5%
Pres del comité de auditoría es independiente	77.1%
Empresa tiene web propia	90.0%
Redirige a CNV (única info) (Solo toma aquellas que poseen web propia)	33.3%
Posee info accionistas/Empresas con página web	63.9%
Publica EEFF en ingles/ Empresas con página web que no redirigen a CNV	26.1%
Partes relacionadas, ética, conflictos de interés y RSE	
Emite balance social	22.5%
Posee código de ética	70.0%
2015, hubo alguna transacción con partes relacionadas	92.5%
Protección de los accionistas	
Acciones idem cantidad votos	55.0%
Existen acciones preferidas	5.0%
Principal accionista es mujer	0.0%
Pcpal accionista es otra sociedad	70.0%
Otras sociedades son accionistas	90.3%
Medición, administración y divulgación del riesgo	
Existe función independiente dentro Gerencia General que implementa política de administración de riesgos	25.0%
Cuenta con política gestión integral riesgos	80.0%
Existe un comité de gestión de riesgos en directorio o gerencia general	32.5%
Las políticas de gestión de riesgo son act. Cont.	52.5%
Se informa en los EEFF y la memoria anual los resultados de la supervisión de riesgos	70.0%

4.2. Análisis bivariado

La tabla 5 muestra los resultados del análisis de correlación para las variables cuantitativas de GC y el ratio VM/VL. Existe una relación significativa y positiva entre el tamaño del directorio (número de directores titulares y suplentes) y el ratio VM/VL. El número de sociedades que son accionistas de la empresa también muestra una relación positiva.

El número de directores independientes en el comité de auditoría y la proporción de directores independientes tienen una relación negativa con el ratio VM/VL. El resto de las variables muestran resultados no significativos.

Tabla 6: Análisis de correlación para variables cuantitativas de GC y VM/VL

<i>Variabes de GC</i>	<i>Spearman's rho</i>	<i>Prob> t =</i>	<i>Condición</i>
Numero miembros titulares directorio**	0.3178	0.0457	Relacionadas
Numero miembros suplentes directorio*	0.2972	0.0625	Relacionadas
Numero mujeres titulares (dir)	-0.1161	0.4757	Independientes
Numero mujeres suplentes (dir)	0.0408	0.8025	Independientes
Nro directores titulares independientes	0.2364	0.1419	Independientes
Nro directores suplentes ind	0.2363	0.1854	Independientes
Nro reuniones en el ejercicio	-0.0714	0.6616	Independientes
Nroindep. Comité auditoria*	-0.2907	0.0726	Relacionadas
Prop.directores indep en directorio*	-0.2907	0.0726	Relacionadas
Prop. Acciones preferidas	-0.1051	0.5189	Independientes
Numero PJ accionistas (>5%)*	0.326	0.0401	Relacionadas
Prop. Tenencia en pcpal accionista	-0.1475	0.3638	Independientes
Prop. Tenencia en PJ (>5%)	0.0323	0.8433	Independientes
Prop. Directores titulares independientes	-0.0477	0.7702	Independientes
Prop. Directores suplentes independientes	-0.231	0.1958	Independientes
Prop. Mujeres titulares	-0.1756	0.2783	Independientes
Prop. Mujeres suplentes	-0.0668	0.6822	Independientes
Prop. Mujeres total	-0.1665	0.3044	Independientes

La tabla 6 presenta los resultados del análisis bivariado para las variables cuantitativas de GC.

Para aquellas empresas cuyo CEO es también el presidente del directorio el ratio VM/VL es significativamente mayor. Lo mismo ocurre para aquellas auditadas por una Big 4, poseen comité de remuneraciones, las que cuentan con página web propia y publican sus EEFF en inglés.

La emisión de un balance social se relaciona con un mayor ratio VM/VL, al igual que las que cuentan con un código de ética.

Por último, también se observa una relación positiva con el VM/VL cuando las acciones tienen derecho a la misma cantidad de votos, cuando el principal accionista es una sociedad, si la empresa posee una función independiente en la gerencia general dedicada a la administración de riesgos y si posee un comité de riesgos.

A fines de determinar si la asociación observada en el análisis bivariado corresponde a efectos del GC o es una relación espuria, explicada por la interacción con otras variables, se analiza también la relación de las variables del CG con el tamaño medido como capitalización bursátil (tablas 7 y 8).

Con respecto a las variables de GC cuantitativas, el tamaño del directorio muestra una asociación positiva con el tamaño, pero no con el ratio VM/VL. El número de directores independientes del comité de auditoría y la proporción de directores independientes en el directorio no muestran relación ni con el tamaño ni con el ratio VM/VL.

En cambio, el número de sociedades que son accionistas se relaciona positivamente con el ratio VM/VL, controlando por tamaño. Lo mismo ocurre con la dualidad del CEO, que muestra una relación positiva significativa con el ratio VM/VL controlando por tamaño y por proporción de directores independientes (se utiliza esta variable como indicador del poder de

Tabla 6. Análisis bivariado para variables binarias

<i>Variable</i>	<i>VM/VL Variable=0</i>	<i>VM/VL Variable=1</i>	<i>P-Value distribucion</i>	<i>P-value mediana</i>	<i>Conclusión</i>
Presidente del directorio es CEO?*	3.46	7.86	0.0164	0.056	Diferencia de mediana y distribución
Vicepresidente es CEO	3.94	3.49	0.2204	0.901	
Auditor externo es mujer?	3.84	2.58	0.3917	0.292	
Auditor externo es Big 4?*	2.05	3.94	0.0136	0.091	Diferencia de mediana y distribución
Directorio posee comité nombramiento?	2.89	4.39	0.4615	0.311	
Dir. Posee comité de gestion de remuneraciones*	2.85	4.28	0.2696	0.072	Diferencia mediana
Pres del comité de auditoría es independiente?	3.17	3.78	0.9374	0.476	
Empresa tiene web propia?*	1.24	3.84	0.0102	0.035	Diferencia de mediana y distribución
Redirige a CNV (unicainfo) (sobre las que poseen web propia)	3.70	3.84	0.8667	1.000	
EEFF publicados anualmente (poseen web y no redirigen a CNV)	2.46	3.94	0.3743	0.615	
EEFF publicados cuat. (poseen web y no redirigen a CNV)	2.84	4.05	0.5052	0.219	
Posee info accionistas?/Empresas con página web	3.46	3.90	0.6806	0.298	
Publica EEFF en ingles?/ Posee página web y no redirigen a CNV	3.46	7.35	0.0499	0.283	Diferencia de distribución

Tabla 6. Análisis bivariado para variables binarias (cont)

<i>Variable</i>	<i>VM/VL Variable=0</i>	<i>VM/VL Variable=1</i>	<i>P-Value distribucion</i>	<i>P-value mediana</i>	<i>Conclusión</i>
Emite balance social?*	2.78	4.70	0.0158	0.058	Diferencia de mediana y distribución
Posee codigo de ética	2.36	3.70	0.0361	0.490	Diferencia de distribución
2015, hubo alguna RPT	3.78	2.89	0.6625	0.548	
Acciones idem cantidad votos*	2.77	3.92	0.2535	0.057	Diferencia mediana
Existen acciones preferidas	3.17	2.71	0.5349	1.000	
Pcpal accionista es otra sociedad	2.81	4.07	0.0816	0.168	Diferencia de distribución
Otras sociedades son accionistas	2.33	3.90	0.2405	0.474	
Existe función independiente dentro Gerencia general que implementa política administrac de riesgos**	2.77	5.96	0.0041	0.028	Diferencia de mediana y distribución
Cuenta con pol. Gestion integral riesgos	3.11	3.34	0.4368	1.000	
Existe un comité de gestion de riesgos en directorio o gcia gral*	2.77	4.39	0.0968	0.091	Diferencia de mediana y distribución
Las políticas de gestion de riesgo son act. Cont.	3.46	2.85	0.6355	0.752	
Resultados super. de riesgos en los EEFF y la memoria anual	2.81	3.84	0.2748	0.490	

monitoreo del directorio, que podría actuar como sustituto). Es interesante mencionar que la dualidad del CEO no se relaciona con la capitalización.

Si bien contar con un Auditor Big 4 está relacionado al tamaño, el efecto de esta variable sobre el ratio VM/VL es significativamente positivo aun controlando por capitalización. Lo mismo ocurre con contar con EEFF emitidos en inglés y tener una función independiente dentro la gerencia general que implemente la política de riesgos.

Por otro lado, contar con una página web propia, emitir un balance social y contar con un comité de riesgos son variables que también se relacionan con el tamaño, pero no muestran efectos significativos en el ratio VM/VL al incorporar la variable control.

Por último, contar con un comité de remuneraciones, poseer un código de ética, tener acciones con la misma cantidad de votos, y que el principal accionista sea una sociedad, no se relacionan con la capitalización, ni con el ratio VM/VL controlando por tamaño.

Tabla 7: Análisis del efecto de las variables GC cuantitativas controlando por tamaño

Variable	Corr con Capitaliz	P-value	Coef regresión	Test t p-value
Numero miembros titulares directorio	0.5323	0.0004	0.4164	0.265
Numero miembros suplentes directorio	0.3954	0.0116	0.2760	0.328
Nro indep. Comité auditoria	0.0684	0.6791	-3.127	0.330
Proporción directores indep en directorio	0.0684	0.6791	-9.379	0.330
Numero PJ accionistas (>5%)	0.2158	0.1810	1.359	0.039

Tabla 8: Análisis del efecto de las variables GC binarias controlando por tamaño

Variable	P-Value distrib	P-value mediana	Coef regresión	Test t p-value
Presidente del direct. Es ceo?*	0.6171	0.930	7.133	0.003
Auditor ext es Big 4?	0.0040	0.018	3.567	0.046
Dir. Posee comité de gestión de remuneraciones	0.2925	0.548	-3.261	0.917
Empresa tiene web propia?	0.0034	0.035	3.889	0.154
Publica EEFF en inglés? Posee página web y no dirigen a CNV	0.1150	0.065	3.890	0.089
Emite balance social?	0.0037	0.008	1.902	0.338
Posee código de ética	0.3301	0.168	2.871	0.100
Acciones idem cantidad votos	0.2212	0.204	1.514	0.363
Principal accionista es otra sociedad	0.7679	0.490	2.727	0.119
Existe función independiente dentro Gerencia general que implementa política de administr de riesgos	0.0066	0.028	3.265	0.094
Existe un comité de gestión de riesgos en directorio o gerencia general	0.0019	0.018	0.858	0.681

4.3. Discusión de resultados

Con respecto a las características promedio del GC de las empresas estudiadas, se observa que el tamaño promedio del directorio es similar al reportado por KPMG (2015) para Brasil, pero por debajo del promedio de 10 miembros indicado por Briano Turrent y Saavedra García (2015). Cabe aclarar que en el presente estudio, como se excluyen las empresas que cotizan títulos en otros mercados, es esperable que el tamaño del directorio sea menor.

La dualidad del CEO está presente en el 19,4% de las empresas, valor similar al reportado por Briano Turrent para la Argentina, Brasil, Chile y México en el 2010 (21,6%). Se destaca una mayor participación de mujeres en el directorio con respecto a otros países latinoamericanos, con un porcentaje de 9,7%, comparado con un promedio regional en torno al 5 a 6% (Deloitte, 2015).

La frecuencia de las reuniones del directorio es similar a la reportada para Brasil por KPMG (2016), en torno a las ocho reuniones anuales. La proporción total de directores independientes ronda el 70%, superior a la observada en Brasil del 28% (KPMG, 2016).

Existen diferencias marcadas en el funcionamiento de los comités del directorio. Mientras que en la Argentina el comité de auditoría es obligatorio y para todas las empresas tiene el tamaño mínimo de tres, en Brasil es optativo y lo poseen el 47% de las empresas, con un tamaño promedio superior (3,6 miembros). El comité de remuneraciones, presente en el 7,5% de las empresas argentinas, existe en el 25% de las empresas brasileñas.

La existencia de un área específica destinada al control de riesgos ocurre en el 25% de las empresas argentinas, un valor inferior al 45% observado en Brasil. En cambio, en la Argentina es más frecuente contar con un código de ética (70% de las empresas), contra un 45% de empresas brasileñas que lo poseen (para aquellas que no es obligatorio).

Algunas características de GC de las empresas relevadas muestra una aparente relación el ratio VM/VL, pero dicha relación parece provenir de una asociación con el tamaño más que con el GC en sí mismo. Esto ocurre con el tamaño del directorio, que está asociado positivamente con la capitalización de la empresa, pero no al VM/VL una vez que se controla por tamaño. Otras variables para las que se observa un comportamiento similar son: poseer una página web propia, emitir balance social y poseer un comité de gestión de riesgos dentro de la gerencia general. En este caso, son características del GC que se desarrollan en las empresas de mayor tamaño, debido al incremento de costos mayormente fijos que implican, pero no se encuentra evidencia de una relación con la creación de valor.

Otro grupo de variables presenta una asociación positiva con el tamaño, pero también un efecto significativo positivo en el ratio VM/VL, aun controlando por capitalización. Esto ocurre la presencia de un auditor externo Big 4, la emisión de EEFF en idioma inglés, y la existencia de una función independiente en la gerencia general dedicada a la política de gestión de riesgos. Estas son características de GC que también se desarrollan en las empresas de mayor tamaño, y donde a su vez hay evidencia de una relación positiva con la creación de valor.

Un tercer conjunto de variables no tiene relación con el tamaño, pero existe una relación significativa con el ratio VM/VL. Se encuentran en este grupo el número de sociedades que son accionistas y la dualidad del CEO, ambas con efecto positivo en el VM/VL.

Por último, un grupo de variables que posee una aparente relación con el VM/VL, no se asocia con el tamaño, ni con este ratio una vez introducida la variable control. Este es el caso de la composición de miembros independientes del comité de auditoría, la proporción de directores independientes, contar con un comité de remuneraciones, poseer código de ética, contar con acciones con misma cantidad de votos, y que el principal accionista sea una sociedad.

5. Conclusiones

Este trabajo presenta una descripción de las características del GC de las empresas de capital abierto del Mercado de Valores de Buenos Aires para el año 2015, observándose semejanzas y diferencias con respecto a otros mercados latinoamericanos. El tamaño promedio del directorio es similar al de otros países de la región, con una mayor participación de mujeres en este rol. La presencia de la dualidad del CEO y el número de reuniones del directorio presentan valores similares a países vecinos, con una mayor proporción de directores independientes. En cuanto al funcionamiento de comités no obligatorios del directorio, en la Argentina se observa un mayor descuido en el área de administración de riesgos. Por otro lado, existe en este país un mayor énfasis en contar con un código de ética.

Dados los mayores costos de la implementación de algunos mecanismos de GC, se encuentra una relación positiva entre variables como poseer página web propia, emitir un balance social y contar con un comité de gestión de riesgos, que tienen una aparente relación positiva con el ratio VM/VL, pero que en realidad se explica por su asociación con el tamaño de la empresa.

Con respecto al análisis de la relación del GC, controlando por tamaño, con el ratio VM/VL, se observa que de las características del directorio, resulta relevante solo la dualidad del CEO, con una relación positiva que apoya a la teoría del *stewardship* por encima de los problemas de agencia (Krause y otros, 2014).

De las variables asociadas a la transparencia e integridad de la información, contar con auditor externo Big 4 (relacionado con la calidad de la auditoría) y publicar los estados financieros en idioma inglés (mayor transparencia para inversores extranjeros) surgen como aspectos relacionados positivamente con el VM/VL.

En el área de protección de los accionistas, el número de sociedades que son accionistas tiene una relación positiva con el ratio VM/VL, lo cual muestra la incidencia de la participación en grupos económicos.

Finalmente, de las variables asociadas a la medición, administración y divulgación del riesgo, resulta relevante la existencia de una función independiente dentro de la gerencia general dedicada a este tema.

Considerando la naturaleza de análisis preliminar que presenta este trabajo, pueden identificarse algunas debilidades. En primer lugar, la utilización del ratio VM/VL como proxy a la creación de valor, si bien es una alternativa popular en la literatura relacionada, presenta algunas desventajas con respecto a la volatilidad de dicho ratio con respecto a factores externos a la empresa. En este sentido, se propone como línea de investigación futura incorporar otras mediciones del ratio VM/VL, en distintos momentos del tiempo, así como también analizar su volatilidad. Asimismo, pueden estudiarse otras variables resultado como el rendimiento accionario, el ratio de pago de dividendos, las tenencias de activos financieros y la estructura de endeudamiento.

En segundo lugar, se emplean aquí medidas desagregadas del GC, lo cual puede llevar a cuestionarse sobre los efectos de complementariedad y sustitución entre distintas características. Por lo tanto, se plantea como línea de investigación futura la construcción de un índice agregado de CG.

Por último, las técnicas estadísticas empleadas en este trabajo permiten realizar un análisis descriptivo-correlacional preliminar, pero se requiere profundizar la robustez de las relaciones observadas con métodos econométricos que consideren el potencial problema de endogeneidad.

REFERENCIAS

- Balasubraman, N., Black, B. & Khanna, V. (2010). *The relation between firm-level corporate governance and market value: A case study of India*. Emerging Markets Review.
- Bebczuck, R. (2005): *Corporate Governance and Ownership: Measurement and impact on corporate performance in Argentina*. Publicado en *Investor Protection and corporate governance. Firm-level evidence across Latinamerica*. Stanford University Press.
- Briano Turrent, G.D.C. (2012). *Factores institucionales que inciden en la transparencia del gobierno corporativo: un estudio en empresas cotizadas latinoamericanas*. Tesis de Programa de Doctorado Metodologías y Líneas de Investigación en Contabilidad y Auditoría. Universidad de Cantabria. Disponible en: <http://www.tdx.cat/handle/10803/85715>
- Briano Turrent, G. D. C. & Saavedra García, M. L. (2015). *La composición del consejo de administración y la estructura accionaria como factores explicativos de la transparencia en el gobierno corporativo en Latinoamérica: evidencia en empresas cotizadas de Argentina, Brasil, Chile y México*. Estudios Gerenciales, 31(136), 275-286.
- Briozzo, A., Albanese, D. y Santolíquido, D. (2016). *Gobierno corporativo, financiamiento y género: un estudio de las PyMES emisoras de títulos en el Mercado de Valores argentinos*. Revista Contaduría y Administración de la UNAM (en prensa, junio 2016).
- Campos, C., Newell, R. & Wilson, G. (15-18). *Corporate governance develops in emerging markets: Shareholders in emerging markets show they're willing to pay a premium for good governance standards*. 2002: McKinsey on Finance (Winter).
- CEF Centro para la Estabilidad Financiera: Nota de Política N° 5 *El Gobierno Corporativo en Argentina*. Julio 2005
- Comisión Nacional de Valores. (2001). Obtenido de Decreto N° 677/2001: <http://www.cnv.gov.ar/leyesyreg/decretos/esp/dec677-01.htm>
- Comisión Nacional de Valores. (2007). Obtenido de RGC516-07: Código de Gobierno Societario: <http://www.cnv.gov.ar/leyesyreg/cnv/esp/rgc516-07.htm>
- Comisión Nacional de Valores. (2012). Obtenido de RGCRGN606-12: Código de Gobierno Societario (Mod. RG N° 516/07): <http://www.cnv.gov.ar/LeyesReg/CNV/esp/RGCRGN606-12.htm>
- Constitución Nacional Argentina. (s.f.). Artículo 42. Argentina.
- Deloitte (2015). *Women in the boardroom. A global perspective*. Disponible en: <http://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Risk/gx-ccg-women-in-the-boardroom-a-global-perspective4.pdf>
- Foerster, S. & Huen, B. (2004). *Does Corporate Governance Matter to Canadian Investors?* Canadian Investors Review 17, 19-25.
- Fornero, R. (2007). *El valor de parecer bueno*. XXVII Jornadas de Docentes en Administración Financiera.
- Funchal, B. & Soares Monte-Mor, D. (2015). *Corporate governance and credit access in Brazil: The Sarbanes-Oxley Act as a natural experiment*. Corporate Governance: An International Review.
- Garay, U. & Gonzalez, M. (2008). *Corporate governance and firm value: The case of Venezuela*. Corporate Governance: An International Review 16, 194-209.
- Gompers, P., Ishii, J. & Metrick, A. (2003). *Corporate governance and equity prices*. Quarterly Journal of Economics, 107-155.
- Jiraporn, P., Jiraporn, N., Chiquan, G., Kim, Y. S. & Singh, M. (2012). *Capital structure and corporate governance quality: Evidence from the Institutional Shareholder Services (ISS)*. International Review of Economics and Finance, 208-221.
- Klapper, F. & Love, I. (2004). *Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets*. Journal of Corporate Finance 10, 703-728.
- KPMG (2016). *Corporate governance and the Brazilian capital market*. Audit Committee Institute. Disponible en:

- https://www.kpmg.com/BR/en/Estudios_Analises/artigosepublicacoes/Documents/ACI/2016/03/Corporate-Governance-and-the-Brazilian-Capital-Market-15-16.pdf
- Krause, R., Semadeni, M. & Cannella, A. A. (2014). *CEO duality: A review and research agenda*. Journal of Management, 40(1), 256-286.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. (1998). *Law and finance*. Journal of Political Economy.
- Lagos Cortés, D. (2013). *Análisis de las prácticas de gobierno corporativo en la Bolsa de Valores de Colombia*.
- Ley Sarbanes Oxley. (30 de Julio de 2002). EEUU.
- MSCI. (s.f.). Morgan Stanley Capital Investment. Obtenido de <https://www.msci.com/market-cap-weighted-indexes>
- Mundial, B. (s.f.). Data World Bank. Obtenido de <http://data.worldbank.org/>
- Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico. (2004). Obtenido de Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE: <http://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/37191543.pdf>
- Santoliquido, D., Briozzo, A. & Albanese, D. (2015). *Corporate governance, gender and cost of debt in Argentinean SMEs*, presentado en 2015 Meeting of World Finance Conference, Buenos Aires del 22 al 24 de julio de 2015.
- Wei-Peng, C., Huimin, C., Chengfeng, L. & Wei-Li, L. (2007). *Corporate governance and equity liquidity: An analysis of S&P Transparency and Disclosure Ranking*. Journal compilation © Blackwell Publishing.