

**42 Jornadas Nacionales de Administración Financiera**  
Septiembre 22 y 23, 2022

# **La función directiva en empresas**

## **Su vinculación con el valor económico**

**Jorge Basualdo**

*Universidad Nacional de San Juan*

### SUMARIO

1. Introducción
2. Objetivos
3. Modelo e hipótesis
4. Marco teórico
5. Metodología
6. Síntesis y conclusiones

## 1. Introducción

El fin del modelo neoclásico dio lugar hace unas décadas atrás al modelo contractual de empresa, como marco de referencia de un nuevo estilo para analizar el desempeño de las organizaciones. Este cambio que realizó la escuela de los llamados institucionalistas hacia el siglo XX, representa uno de los aportes teóricos más significativos enfocados al desarrollo económico en los últimos años.

Entre tales corrientes, la teoría de agencia generó una revolución metodológica al considerar a la empresa, como un conjunto de contratos que vinculan de forma incompleta, por efectos de la incertidumbre, a los individuos en las organizaciones. Su aporte inicial se concretó en un análisis de la estructura de capital para resolver los conflictos que surgen entre accionistas, directivos y obligacionistas. Dichas acciones desarrolladas por estos agentes inciden de manera directa en el valor económico de la empresa.

El modelo de empresa contractual propuesto por esta teoría, ha sido relevante en la investigación en estos dos ámbitos, especialmente en el campo de la teoría financiera. Su aplicación al estudio de todas las relaciones contractuales permite el análisis integrado de la misma. Esta visión de la teoría de la agencia ampliada a toda la empresa es el marco conceptual que se va a utilizar para el desarrollo de este trabajo.

## 2. Objetivos

La dirección empresarial es una labor continua en el tiempo, que consiste en gestionar los recursos productivos de la organización para alcanzar las metas fijadas con la mayor eficiencia posible. Las labores de dirección puede realizarlas una sola persona o varias, dependiendo del tamaño de la empresa.

Dentro de las empresas no existe una forma automática para asignar autoridad a las personas que manejan información o para inducirlos a utilizarlas para promover los objetivos de la empresa. Los directivos asignan estos derechos por medio de contratos explícitos e implícitos que, en definitiva, terminan conformando la estructura empresarial (Brickley et al.; 2005).

A su vez, la teoría indica que los costos y problemas de agencia que se generan en las empresas pueden diferir según sea el tamaño de las mismas. En el caso de las empresas más pequeñas, caracterizadas por la extrema concentración de la propiedad, estando en una o pocas personas la condición de propietario y directivo, los problemas y costos pueden diferir a los de las empresas más desarrolladas, caracterizadas por la dispersión de propiedad y la separación de funciones. Estas situaciones pueden traducirse a su vez en diferencias en los resultados obtenidos.

Si bien el objetivo de las Finanzas es maximizar el valor económico para los accionistas, este valor se ve muchas veces afectado por los costos de agencia. Dicha teoría indica que los accionistas (el o los principales) contratan gerentes o administradores (que actúan como agentes de los primeros) para que ejerzan la administración de la compañía. Sin embargo, la realidad es que en este tipo de relación siempre pueden surgir conflictos que generen los denominados costos de agencia.

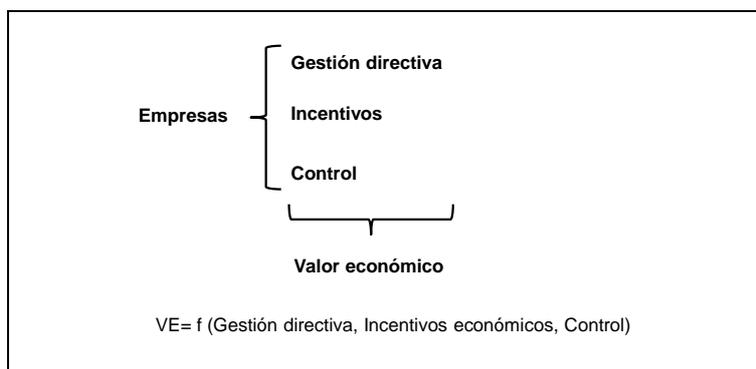
El valor económico generado en la empresa, debe contemplar también, la creación de valor social para los distintos stakeholders relacionados con la organización. En este sentido, la sostenibilidad de la rentabilidad comercial se fundará en gran parte sobre el valor social que le otorgue la comunidad, el Estado, los proveedores, clientes y otros agentes involucrados (Albornoz & Tapia, 2017).

El objetivo de este trabajo es plantear un modelo que pretende analizar, describir y explicar en qué medida factores tales como las diferencias en los estilos o formas para dirigir la empresa, los incentivos económicos utilizados y el control implementado para regular el desempeño de los agentes, puede incidir en el valor económico generado por la empresa. Dicho estudio contempla un análisis comparativo entre compañías pequeñas y grandes.

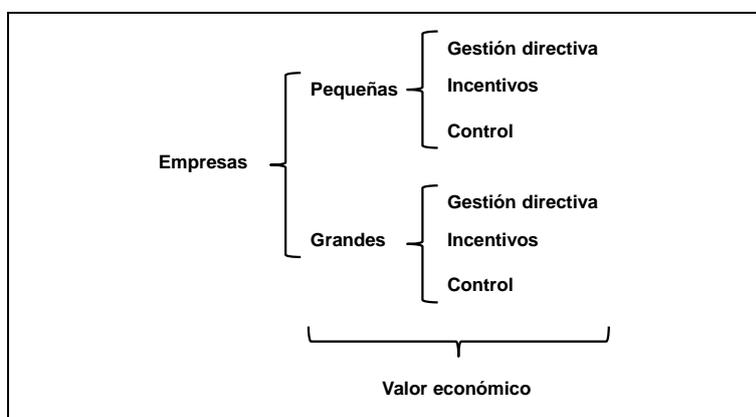
### 3. Modelo e hipótesis

En base a los principios de la teoría de agencia expuestos y los antecedentes de investigación en el campo de la empresa, se plantea el modelo de análisis que se recoge en las ilustraciones 1 y 2.

*Ilustración 1: Modelo*



*Ilustración 2: Modelo comparativo*



### 3.1 Hipótesis

#### a) *Gestión directiva de la empresa*

La dirección de la empresa es la base central del conjunto de relaciones y es la responsable de todas las decisiones que se toman en la organización. Estas relaciones están basadas en contratos de carácter explícito o implícito y con divergencia de intereses entre las partes.

Una de las características más relevantes de la dirección, está dada en la habilidad para coordinar conocimientos y recursos y la capacidad de tomar decisiones debido a la delegación de autoridad otorgada por el principal.

En el planteo general de la teoría de agencia, existe separación entre las funciones de decisión y de control, quedando estas últimas en poder de los propietarios o en las personas que estos designen. A medida que la actividad de la empresa es más compleja, una sola persona no puede ejercer directamente el control, este se hace más difuso permitiendo que los propietarios vean conveniente, por razones de costos y eficiencia, delegar éste en agentes especializados.

En empresas pequeñas, la propiedad y dirección, afecta de manera distinta estas funciones, sugiriendo que los problemas y costos de agencia son menores, cuando la empresa es manejada por el propietario. La razón es que los gerentes profesionales pueden imponer costos extras a la empresa.

Es común en muchas empresas, que la remuneración de los cargos directivos, estén compuestos por un componente fijo y otro variable. El primero refiere al salario básicamente, mientras que el segundo adquiere formas muy variadas, generalmente ligadas a los resultados obtenidos por la organización. Por el lado de los accionistas, están por una parte los accionistas externos y los internos con funciones directivas. Los primeros gozan de una remuneración ligada al resultado exclusivamente mientras que los segundos disfrutan de una contraprestación adicional debido a su cargo ejecutivo. Por lo tanto, los primeros, sus incentivos están ligados al resultado en tanto los segundos en una combinación de resultados y comportamiento.

*H1: Cada empresa definirá, de acuerdo a su grado de complejidad, la función directiva.*

*H1a: Es de esperar que, en organizaciones pequeñas, la función directiva esté centralizada y concentrada en la propiedad. A medida que la empresa crece en tamaño y complejidad, la función directiva será más descentralizada y delegada a profesionales especializados.*

#### b) *Incentivos económicos*

Las empresas también suelen crear un sistema de incentivos a través del cual se pueda recompensar la participación de los agentes en la empresa. Cuando los sistemas de control no funcionan en forma óptima, la utilización de un sistema de incentivos que permita minimizar los costos contractuales entre las partes contratantes es un adecuado mecanismo para reducir los problemas de agencia, al hacer posible la disminución de conflictos alineando los intereses divergentes de las partes.

Esta teoría permite inferir la presencia de disputa de intereses en todas las relaciones contractuales entre los partícipes. Para que la relación se lleve a término y sea eficaz ambas partes

deben tener incentivos para actuar según lo acordado y no incurrir en comportamientos oportunistas. La información disponible es fundamental a la hora de establecer sistemas de incentivos para medir y evaluar el comportamiento de los agentes, para luego concretar los incentivos.

En los casos donde el principal conoce de cerca lo que el agente hace, los contratos basados en el comportamiento suelen ser los más eficientes. Sin embargo, cuando el principal no puede observar el comportamiento del agente deberá invertir tiempo y recursos en controlar el comportamiento del agente, o de lo contrario, deberá contratar el recurso con el agente en términos de resultados, transfiriendo en forma parcial el riesgo a éste último. Estas dos alternativas constituyen la base de la teoría normativa de la agencia (Basualdo, 2016). Por lo tanto, los contratos basados en el comportamiento están ligados a pagos fijos, mientras que los contratos basados en el resultado están ligados a pagos variables, que estarán atados a los beneficios, a la rentabilidad o a alguna medida de las metas alcanzadas.

Los incentivos basados en pagos fijos parecen darse en mayor magnitud en empresas pequeñas, donde al estar unida la propiedad y la dirección en una misma persona, los sistemas de información actúan de manera directa, por lo tanto, son menos complejos y más directos, esto podría hacer suponer que estas organizaciones tienden a adoptar un sistema de incentivo basado más en el comportamiento que en los resultados.

El sistema de incentivos basados en el comportamiento o en los resultados admite la existencia de una tercera categoría que es una mezcla de ambos, son los contratos de pagos mixtos que combinan aspectos de las dos primeras. Es el caso de las remuneraciones de los directivos de muchas empresas que reciben compensaciones adicionales por encima de su salario.

La teoría de agencia predice que la compensación basada en los resultados es más eficaz para reducir los conflictos de agencia siendo más fuerte la conexión entre pago y actuación. Por lo que se sugiere que los dueños que no gestionan sus empresas deben atar el pago de los directivos a la actuación.

No obstante, la unión gerente – dueño, puede reducir los costos de agencia ya que la naturaleza a largo plazo de estas relaciones permite mejorar la supervisión de los agentes de decisión. Cuando el propietario se aleja de la dirección del negocio, la compensación para gerentes de la cima debe atarse al valor de la organización, encuadrando sus intereses con los de los accionistas. Estos incentivos asegurarán a los accionistas inactivos y a los externos, que los gerentes externos están asistiendo a sus intereses.

Para que los administradores actúen en beneficio de los accionistas, es necesario que las empresas establezcan incentivos para remunerarlos. Un caso común es dar opciones de compra sobre las acciones de la compañía a precios bajos para reducir los costos de agencia. De esta forma, las empresas les dan a los empleados el derecho de comprar acciones a un precio fijo. Si el desempeño de la compañía mejora y sus acciones suben de precio, los empleados obtienen una ganancia, pues podrán comprarlas al precio fijo que les da derecho la opción. Así, los empleados y los gerentes tienen un incentivo para mejorar su desempeño, pues de esa forma valdrán más las acciones de la compañía y, por lo tanto, también será más valiosa la opción. El otro incentivo es también el salarial, cuanto mejor sea su desempeño, podrá acceder a posiciones más altas y será mejor remunerado (Lopez, 2013).

*H2: Cada empresa determinará la forma de contratar los recursos y establecer las contraprestaciones con los distintos stakeholders.*

*H2a: Es de esperar que en organizaciones pequeñas se recurra en mayor medida a los incentivos basados en el comportamiento, en tanto en las empresas de mayor tamaño o complejidad, se recurrirá a los incentivos basados en los resultados o a una mezcla de ambos.*

### *c) Control/supervisión*

Los sistemas de supervisión en las empresas se justifican en mayor medida cuando existe separación de la propiedad y el control. Cuando no existe división entre estas funciones, es decir cuando coinciden en la misma persona los derechos de propiedad y los de decisión, no es tan relevante la tarea de control ya que en el propietario-gerente sobrevienen los resultados de sus acciones. Por el contrario, cuando las funciones de decisión se encuentran delegadas en otros agentes es probable que ellos actúen en función de su propio interés y no en el del propietario de los derechos. Esta situación respalda la existencia de un sistema de supervisión a través del cual el propietario pueda evaluar la participación de los agentes. El control forma parte del proceso administrativo y es identificado como una de las funciones directivas que garantizan el buen desempeño de las empresas. (Nuñez, 2019).

Los sistemas de control se pueden agrupar en internos y externos. Los primeros representan los mecanismos que la empresa utiliza para asegurar el correcto comportamiento de quienes participan en ella. Permiten reglar el conflicto de intereses a fin de minimizar los costos contractuales haciendo más efectiva la gestión de los recursos y habilitan a la organización a tomar las medidas necesarias antes de que los problemas se materialicen.

Siguiendo un orden de jerarquía, podemos situar los mecanismos de supervisión internos a partir del derecho a voto de los accionistas y seguidamente al Consejo de Administración, que son quienes tienen el poder máximo para disciplinar a la dirección. El papel del Consejo de Administración es relevante ya que se encuentra en el nivel máximo de los mecanismos internos de control y por tanto tiene la responsabilidad última del funcionamiento de la empresa (Barnett & Kellermanns, 2006).

En cuanto a los mecanismos externos de supervisión y control, estos hacen referencia a la disciplina de los mercados en cuanto al accionar de las empresas. Se destaca aquí el mercado de bienes y servicios, que representa un importante mecanismo que permite disciplinar la gestión comercial. Por su parte, el mercado de capitales se convierte en uno de los más desarrollados al reflejar la valoración que de las empresas se hace, mediante la cotización del precio de sus acciones en el mercado. Lamentablemente este es un mecanismo que no puede aplicarse de manera amplia, debido a la poca cantidad de empresas en muchos países que cotizan sus acciones en la bolsa.

Es factible que las empresas manejadas profesionalmente usen en mayor medida sistemas de mando internos, donde la supervisión y el control sean más firmes con el fin de mejorar los efectos de acciones interesadas por parte de gerentes sin intereses de propiedad en la empresa. Por el contrario, los sistemas menos formalizados característicos de empresas pequeñas, es probable que sustituya el sistema de mando interno más formalizado de las empresas manejadas por profesionales prefiriendo un sistema de control centralizado o directo.

La confianza, atributo utilizado a menudo en las organizaciones cerradas y pequeñas contribuye potencialmente a bajar los costos de transacción favoreciendo una eficaz coordinación y colaboración dentro de una empresa. Recíprocamente, la desconfianza puede llevar a muchos problemas de coordinación y mando y consecuentemente al fracaso de una organización. No

obstante, estos mecanismos deben manejarse con criterio ya que también puede darse una desigualdad en qué de la confianza de una parte no sea recíprocamente respondida por la otra parte. (Basualdo, 2016). Dado su papel importante dentro de las organizaciones, la confianza debe ser de interés a todos aquéllos que tienen relación con una actuación importante en la organización

Lo anterior implica que extremos niveles de confianza puede llevar a problemas. Los casos de defraudación involucran a menudo situaciones donde la excesiva confianza se puso en una de las partes. Recíprocamente, demasiada poca confianza representa también una situación indeseable si se tiene en cuenta que la falta de éste elemento debe ser reemplazado por otros mecanismos de control que aumentan considerablemente los costos de la transacción. Por lo tanto, el logro de un equilibrio en el nivel de confianza otorgado, representa un desafío en la dirección de la empresa.

*H3: El tamaño de la empresa influirá en los sistemas de control implementados.*

*H3a: Los sistemas de supervisión en empresas pequeñas estarán basados en la confianza con el propietario – directivo. A medida que la empresa se desarrolla, los sistemas de control serán más formalizados e indirectos.*

#### *d) Valor económico*

La característica de cada empresa en cuanto a la manera de dirigirla, de establecer incentivos para remunerar a los involucrados en ella y a los mecanismos establecidos para controlar la actividad de los que toman decisiones, genera unos resultados que son producto de su funcionamiento y actividad. La generación de valor económico tiene a su vez implicancia sobre la evolución de la empresa, ya que además de remunerar a los partícipes que han aportado sus recursos a la organización, servirá también para emprender nuevas actividades que tiendan al crecimiento.

El valor para el análisis y las decisiones en finanzas siempre es un valor monetario. Es el precio que se estima de un título, de una participación de capital, de una empresa o de sus partes. Es también el efecto que las decisiones tendrán en el precio de los títulos o del capital de la empresa (Fornero, 2017).

En las pequeñas empresas, la unión de la propiedad y la dirección reducirá los costos de agencia ocasionados por el conflicto de intereses entre propietarios y directivos y eso redundará en un mayor valor económico para la empresa.

El manejo de las relaciones directivas en la empresa puede afectar o hacer variar su capacidad para manejar eficazmente los recursos y la forma en que estos van a cooperar para la obtención de los resultados. En efecto, el valor económico creado puede ser visto en función del tipo de empresa:

$$VE = f(\textit{Tipo de organización})$$

Además, la gestión llevada a cabo por la dirección, los incentivos establecidos para remunerar a los distintos partícipes y los sistemas de control aplicados, repercutirá en los resultados obtenidos por la empresa.

$$VE = f(\textit{Gestión directiva, Incentivos económicos, Control})$$

*H4: El tamaño de la empresa influirá en el valor económico creado.*

*H4a: La gestión directiva, los incentivos establecidos y los mecanismos de control aplicados, influirán en la creación de valor.*

#### 4. Marco teórico

Consideramos que la teoría de agencia proporciona las bases metodológicas pertinentes para profundizar en el estudio de las relaciones entre la dirección de la empresa y el conjunto de los stakeholders.<sup>1</sup> El modelo propuesto por este marco conceptual ha sido relevante en la investigación en estos dos ámbitos, especialmente en el campo de la teoría financiera. Su aplicación al estudio de todas las relaciones contractuales que conforman la empresa posibilita adoptar un planteamiento integrado de la misma (Hill & Jones, 1992).

En este marco conceptual, el uso de incentivos es un factor clave en la labor de disminuir las pérdidas que ocasiona la existencia de agentes con distintos intereses en las relaciones de colaboración. El resultado de las decisiones individuales debe conducir a crear valor, de modo que las pérdidas sean reducidas o controladas y las ganancias distribuidas entre las partes.

Una relación de agencia se define como un contrato implícito o explícito, en el que una o más personas –el principal– contrata a otra –llamado agente– para que desarrolle cierta actividad en su representación que involucre la delegación de alguna autoridad en la toma de decisiones por el agente.<sup>2</sup> Si tanto el agente como el principal son maximizadores de utilidad, existen ciertas razones para pensar que el agente no siempre hará lo que sea mejor para la utilidad del principal.

En este esquema, el principal puede ayudar a alinear el comportamiento del agente con sus objetivos a través del monitoreo de éste y el establecimiento de incentivos que lleven a alinear los objetivos de ambos. En este caso, el principal va a incurrir en costes de monitoreo y de crear y cumplir los contratos que entreguen una estructura de incentivos, que realmente tienda a alinear los incentivos del principal con los del agente. El agente por su parte, podrá destinar recursos a garantizarle al principal que no tomará acciones que lo dañen. Sin embargo, aun cuando ambos realicen esfuerzos (incluso contractuales como por ejemplo un determinado mecanismo de compensación) para disminuir los costos de agencia en la relación, es todavía probable que subsista alguna divergencia entre los intereses de ambos que provoque la permanencia del problema de agencia.

Estos costos pueden explicarse como consecuencia de la divergencia de intereses que existe entre los distintos sujetos que intervienen en la empresa y cuyas relaciones vienen reguladas a través de contratos normalmente duraderos y siempre incompletos en donde está presente la incertidumbre en la relación.

Los costos de agencia son generalizables a todas las relaciones de cooperación entre los individuos, ampliando el límite de la teoría hasta convertirla más en una teoría de las relaciones

---

<sup>1</sup> La proposición central de este marco conceptual es que los individuos son racionales y auto interesados, en consecuencia, tienen incentivos para reducir o controlar los conflictos de intereses tanto como para reducir las pérdidas que éstos conflictos provocan, ya que pueden repartirse entre los agentes los beneficios o el ahorro de costes logrado (Jensen, 1994).

<sup>2</sup> Se entiende que la relación de agencia es mutua y que, en consecuencia, el agente también es principal.

contractuales que en una teoría de las relaciones de agencia propiamente dicha. Reducir estos costos debe formar parte de las tareas de cualquier organización que pretenda ser eficiente.

Los costos de agencia más comunes son los indirectos, aunque también puede haber costos directos. Por ejemplo, los accionistas pueden aceptar una inversión que, de funcionar bien, aumentará su riqueza. Por el lado de los gerentes, si el proyecto sale mal, podrían perder sus empleos. Si la administración no lleva adelante la inversión, los accionistas habrán perdido la oportunidad de aumentar su riqueza. A esto se lo denomina un costo indirecto de agencia. A su vez los costos directos, refieren a aquellos que incurren los propietarios para poder supervisar el desempeño de los administradores, a través de auditorías u otros mecanismos, que permitan detectar que no se incurran en costos o gastos innecesarios (Lopez, 2013).

Según este enfoque, los estilos organizativos son caracterizados como las diversas representaciones contractuales que puede adoptar una empresa en su aspecto legal. A su vez, las formas de dirección que las gobiernan son también distintas según evoluciona la empresa. En el largo plazo, solo se pueden mantener aquellas organizaciones que adaptan su estructura contractual en función de la reducción de los costos contractuales.

También se pueden analizar los contratos en función de los derechos residuales que otorgan y la asignación de las etapas del proceso de decisión entre los agentes. Así, se habla de los derechos residuales que pueden ser clasificados en función de las restricciones que incorporan. Por una parte, los derechos no restringidos, que son los que otorgan a su titular una parte variable de los fondos generados por la empresa. Estos derechos permiten distribuir el riesgo entre los inversores y son característicos de las grandes sociedades donde existe separación entre propiedad y control. En segundo lugar, los derechos restringidos, característicos de las sociedades cerradas, como el caso de las empresas más pequeñas, en las que no suele existir separación entre propiedad y control, estando en pocas personas o en una la condición de propietario y directivo. Mientras estas formas permiten reducir los costos de agencia debidos al conflicto de intereses entre la propiedad y la gestión, pueden proporcionar ineficiencias si los titulares de esos derechos no tienen las capacidades y habilidades suficientes para adoptar las decisiones más adecuadas.

El modelo de empresa contractual constituye una importante fuente de investigación en la economía de empresas. Como la literatura pone de manifiesto, el avance ha sido especialmente destacado en la teoría financiera con los trabajos de investigación de Jensen (1980). Actualmente este marco conceptual es aplicado al estudio de todas las relaciones contractuales que conforman la empresa (Hill & Jones, 1992), lo que impone adoptar un planteamiento integrado de la misma.

El análisis parte de la consideración de la empresa como un conjunto de contratos. Estos grupos de participantes en la organización como son los prestamistas, obligacionistas, proveedores, empleados, desempeñan junto con los accionistas y la dirección un rol importante en la decisión empresarial.

Los partícipes<sup>3</sup> difieren en relación al tipo de riesgo que asumen en la empresa. La magnitud de la posición de un agente individual es una función de hasta qué punto la relación de intercambio de ese actor con la empresa está en apoyar con inversiones en recursos específicos.<sup>4</sup>

---

<sup>3</sup> El término *partícipe* admite otras acepciones como *grupos participantes* o *grupos de interés*.

<sup>4</sup> Son aquellos que no pueden ser reemplazados sin la existencia de una pérdida de valor. Por ejemplo, empleados con habilidades generales en la empresa pueden salir de la organización y ser reemplazados

Esta distinción es importante ya que estos *stakeholders* demandarán mecanismos de incentivos más amplios y estructuras de gobierno en orden a salvaguardar su inversión de recursos específicos en la empresa. Los recursos ahorrados en salvaguarda de la empresa benefician a los agentes con los que contrata, se reducen los costos de transacción y los beneficios son compartidos entre los partícipes.

Los teóricos de la agencia ven a la empresa como rodeada por mercados eficientes que se ajustan rápidamente a las nuevas circunstancias. Asumen que los mercados están casi en un equilibrio eficiente. Esta eficiencia en los mercados implica que principal y agentes tienen libertad de entrar y salir de las relaciones contractuales que realizan. Pero si los mercados que circundan la empresa son ineficientes, como ocurre cuando las alternativas de oportunidades contractuales son limitadas, la existencia de diferencias de poder entre principal y agentes debe ser admitida. Por diferencial de poder se entiende a una condición de desigual dependencia entre las partes de un intercambio.

Los intereses del principal y agente difieren principalmente porque las diferencias de los grupos tienen diferentes funciones de utilidad. A su vez esto puede llevar a generar conflicto por el uso de recursos. La teoría de agencia enfoca en la divergencia de intereses entre accionistas y gerentes. Esta literatura teoriza que los accionistas tratan de maximizar su riqueza, mientras que los directivos maximizan una función de utilidad que incluye remuneración, poder, trabajo, seguridad y status, como elementos centrales.<sup>5</sup> Estas demandas divergentes entre gerentes y accionistas dan lugar a conflictos. A su vez se ha argumentado que el deseo de incrementar el tamaño de la firma, resulta en una preferencia de la dirección por maximizar la ratio de crecimiento de la empresa a través de la diversificación.

Por su parte, la teoría de la agencia ampliada a los *stakeholders* postula que otros grupos de partícipes también ponen demandas en la empresa, que, en caso de ser satisfechas, reduce la cantidad de recursos que la dirección puede encauzar en la búsqueda de crecimiento por medio de la diversificación. Por ejemplo, satisfacer la demanda de clientes por un producto de calidad y buen precio, el reclamo de empleados por sueldos más altos, el proveedor que reclama precios más altos y pedidos más estables o la comunidad que reclamará por una mejor calidad de vida. Todo ello implica el uso de recursos que podrían ser invertidos por la dirección para maximizar la proporción de crecimiento de la empresa. Por lo tanto, un conflicto de agencia es inherente a la relación entre la gerencia y los accionistas. Las funciones de incentivo, supervisión y estructura directiva, tienden a minimizar la pérdida de utilidad corrigiendo la divergencia de intereses entre la dirección y los partícipes.

---

sin que exista una pérdida significativa de valor. En estos casos su estaca en la empresa es baja. Alternativamente, existen empleados con habilidades que son únicas a los requerimientos de la firma, no pueden salir sin que ello implique altos costos de la salida.

<sup>5</sup> Los postulados de la teoría de la agencia indican que satisfacer la demanda de los accionistas incluye aumentar al máximo la eficacia de la firma, mientras que satisfacer la demanda de los directivos requiere incrementar el tamaño de la firma, (Fama, 1980).

## 5. Metodología

Establecidas las etapas e hipótesis del trabajo, la contrastación del modelo se hará abordando el análisis de las distintas relaciones que se plantean entre sus elementos. El trabajo consistirá en realizar primero una descripción del objeto de estudio y en segundo lugar tratar de explicar, mediante un análisis de regresión lineal múltiple la medida en que el valor económico añadido a la empresa, puede ser explicado por las variables incluidas en el modelo.

La elección del enfoque de la investigación es importante para la obtención de los objetivos propuestos. Cuando se define un problema de investigación, salvo en aquellos casos de que sólo se desee demostrar una relación estadística entre variables unívocas, se plantea la conveniencia de integrar a la misma el enfoque cualitativo (Gallart, 1993).

Por las características del presente trabajo en cuanto al objeto de estudio y la diversidad cualitativa de algunos datos considerados en los estimadores de las variables independientes, el trabajo se iniciará con un análisis cualitativo de una situación planteada y se propondrán luego hipótesis cuantitativas, utilizando una definición de variables a partir de los resultados obtenidos en la instancia cualitativa.

En una primera etapa se realizará un análisis descriptivo y exploratorio de las variables incluidas en el modelo para ambos grupos de empresas con el objeto de posicionarlas y tratar de establecer relaciones entre ellas. Dado el número de indicadores de tipo cualitativos que contendrá el trabajo, se prevé utilizar la técnica del Análisis Factorial Múltiple, lo que permitirá reducir la información original, simplificándola en un nuevo conjunto de factores resumiendo la información contenida en las variables originales.

Por último, se tratará de determinar las posibles relaciones de causalidad existentes entre las variables independientes y la variable a explicar. Para ello se prevé utilizar el método de regresión lineal múltiple, con el cual se llevará a cabo la aplicación empírica del modelo, para tratar de identificar si las variables relacionadas con la dirección de estas empresas, sus incentivos y mecanismos de control, explican adecuadamente las diferencias que pueden surgir en el valor económico de ambos tipos de empresas.

Para contratar el modelo, se utilizarán fuentes primarias y secundarias. Para la primera se prevé el diseño de un cuestionario, que será remitido al conjunto de empresas de la muestra que se tome. Allí se recogerá toda la información correspondiente a las variables independientes y sus respectivos indicadores definidos. Con relación a los datos secundarios, estos serán útiles para tratar de validar las hipótesis y provendrán entre otros, de los datos contables y financieros emitidos por las empresas estudiadas, complementando así, la información primaria obtenida en el cuestionario.

## 6. Síntesis y conclusiones

La teoría de agencia considera que la alineación de propiedad y dirección disminuye la necesidad de una supervisión formal de los agentes y de mecanismos de gobierno complejos, lo que se puede manifestar en una reducción de los costos de la propiedad en estas empresas. No obstante, esta teoría también se ha utilizado para argumentar lo contrario, sosteniendo que estas

firmas poseen formas costosas de gobierno organizacional, debido entre otras cosas, a sus magnas estructuras, que genera problemas en la propiedad-dirección de la empresa y en forma descendente, al resto de la organización.

El propósito fijado en este trabajo de investigación es brindar un marco propicio para el análisis de las pequeñas empresas en cuanto a las tareas de dirección y su relación con la propiedad de la misma. Estas firmas constituyen un tópico de creciente interés para investigadores, académicos, empresarios, consultores, gobernantes y especialistas que reconocen su importancia para la economía de un país. Un análisis comparativo con empresas de mayor envergadura o complejidad, permitirá sacar algunas conclusiones que validen o no, lo postulado por las teorías utilizadas como marco para la realización del presente trabajo.

Existe evidencia empírica que indica como conveniente descentralizar convenientemente la dirección en pos de un crecimiento sostenible utilizando mecanismos adecuados de control y supervisión. Estos factores, pueden resultar importantes determinantes en el valor económico creado por estas organizaciones.

## REFERENCIAS

- Albornoz, C. & Tapia, G. (2017). *Tratado de Finanzas: Negocios, empresas y organizaciones*. Ed La Ley, Buenos Aires
- Barney, J.B. (1992). *Integrating organizational behaviour and strategy formulation research: a resource-based analysis*. En Shrivastava, P., Huff, A. & Dutton, J. (Ed), *Advances in Strategic Management*, Vol. VIII, JAI Press, 39-62
- Basualdo, J (2016). *Contratos, incentivos y creación de valor. La empresa familiar en Argentina*. Ediberum
- Brickley, J., Clifford, S. & Zimmerman, J. (2005). *Economía empresarial y arquitectura de la organización*. McGraw-Hill
- Fornero, R. (2017). *Criterios para determinar el valor económico*. En Albornoz, C. & Tapia, G. (Ed). *Tratado de Finanzas: Negocios, empresas y organizaciones*, 83-124
- Fama, E. (1980). *Agency problems and the theory of the firm*. Journal of Political Economy, 88: 288-307
- Gallart, M. (1993). *La integración de métodos y la metodología cualitativa. Una reflexión desde la práctica de la investigación*. CEAL Buenos Aires
- Hill, C. & Jones, T. (1992). *Stakeholder-agency theory*. Journal of Management Studies, 29 (2): 131-154
- Irigoyen, H. (2005). *Pymes. La empresa de familia en América Latina*. Macchi
- Jensen, M. (1994). *Self-interest, altruism, incentives and agency theory*. Journal of Applied Corporate Finance, 7: 40-45
- Lopez Dumrauf, G. (2013). *Finanzas corporativas. Un enfoque latinoamericano*. Alfaomega
- Muller Núñez, J. (2019). *Herramientas de control en pequeñas y medianas empresas en Chile*. CAPIC Review, Journal of Accounting, Auditing and Business Management, 1-14