

CONTROL EMPRESARIAL, RIQUEZA Y DESARROLLO ECONÓMICO*

Harold Demsetz

Una preocupación importante en la literatura contemporánea sobre administración de empresas dice relación con la excesiva separación entre propiedad y control que se observa en algunas corporaciones modernas. En este respecto, se ha afirmado (y hay evidencia que lo respalda) que al separarse la propiedad de las empresas de su gestión, disminuye la eficiencia de las empresas. Esto trae consigo una caída en la productividad que habrá de afectar el desempeño global de la economía.

En este trabajo se sugiere un alcance de esa separación entre propiedad y administración, desde el punto de vista del desarrollo económico, que dichos estudios no han considerado hasta ahora. Es un hecho que las empresas más eficientes aceleran el crecimiento económico y, si la literatura especializada está en lo correcto, las empresas cuyo control yace en los propietarios suelen resultar más eficientes. Pero la posibilidad de ejercer un control de esta naturaleza, sostiene Demsetz, precisa de una cuota considerable de riqueza.

HAROLD DEMSETZ. Profesor de Economía (Arthur Andersen Alumni Professor of Business Economy) de la Universidad de California en Los Ángeles (UCLA). Autor de importantes publicaciones en los temas de derechos de propiedad, teoría de la empresa, costos de transacción, estructuras industriales, monopolios y estructuras de propiedad. Entre sus obras cabe mencionar *Economic, Political and Legal Dimensions of Competition* (1982) y *Ownership, Control and the Firm* (1988).

* Este ensayo forma parte del libro que está preparando el autor, “Seven

Por consiguiente, un control más efectivo de las corporaciones modernas, y por ende más productivo, requiere de un cierto grado de desigualdad en los niveles de riqueza. Ocurre pues, en alguna medida, que cierta desigualdad en la distribución del ingreso puede traducirse al final en un mayor crecimiento económico. El artículo aborda otras inferencias de la bibliografía relativa al control empresarial, las cuales constituyen, en conjunto, un serio revés para los denominados “socialismos de mercado”, pues nos llevan a la conclusión de que la distribución de la riqueza interviene en el proceso de desarrollo económico y no es en ningún caso independiente de él.

E

l problema del control tiene repercusiones que van mucho más allá de la empresa en sí. Pero esto es algo que suele obviarse, y de ahí que este trabajo apunte a demostrar la relevancia de este problema para ciertas cuestiones sociales más amplias. Los temas a analizar aquí se relacionan con asuntos de desarrollo económico, regulación y distribución de la riqueza. La conexión de todos ellos con los “problemas de agencia” (*agency problems*) de una empresa se localiza en la función productiva.

En la medida que las distintas sociedades difieren en sus principios de organización (por ejemplo, socialistas vs. capitalistas) y en los patrones de distribución de la riqueza en que descansan, el horizonte que encaran en términos de posibilidades de producción no es el mismo. Esto es así aunque dispongan de idénticos recursos y conocimientos técnicos. Aun cuando se pudiera dotar a la ex Unión Soviética de los recursos y la base de conocimientos de los Estados Unidos, la primera no alcanzará nunca los mismos resultados que EE. UU. si continúa aplicando técnicas socialistas de administración y políticas que dan preferencia a la distribución igualitaria de la riqueza. El espíritu formalista alegará que la distribución de la riqueza, la cultura, las instituciones y los principios organizadores han de contabilizarse como insumos en caso de persistir las diferencias en los resultados. Y este es, precisamente, mi alegato. Para ser equivalente a los Estados Unidos, la Unión Soviética tendría que ser los Estados Unidos. Mi planteamiento es, simplemente, que la teoría del desarrollo, al debatir el problema del horizonte de posibilidades productivas, ha considerado sólo de la boca para afuera la importancia de la distribución de la riqueza y de las instituciones organizativas. Sólo ahora, embarcada la Europa del Este en un intento de cambio, se ha hecho evidente la importancia de tales consideraciones. Y bien puede ser que su relevancia exceda con mucho a la

de las variables en que hace hincapié la teoría neo-clásica del desarrollo: la disponibilidad de recursos y la tecnología.

Se podría haber pensado que los efectos del control empresarial y de la distribución de la riqueza sobre la producción se iban a volver analíticamente importantes cuando el foco de atención se trasladara desde la economía capitalista, en la que se da por sentada la existencia de un sistema de propiedad privada, al análisis de la conversión de las economías socialistas en capitalistas, proceso en que no puede darse por sentada la existencia de instituciones capitalistas. Pareciera que el análisis de una economía socialista, a diferencia del que se hace de una economía capitalista, no puede ignorar en igual medida los problemas del control de la empresa y la distribución de la riqueza. La teoría neoclásica resuelve estos problemas principalmente a través del funcionamiento del mercado y, en lo esencial, ignora la cuestión organizacional de la empresa.¹ La teoría del socialismo, sin embargo, busca sustituir la coordinación administrativa por la coordinación de los precios. En principio, pareciera que ello hace que el problema del control dentro de la empresa constituya un asunto serio. La cuestión se plantea de hecho en los escritos de Oscar Lange, Abba Lerner y otros autores que estuvieron interesados en promover la socialización de los medios de producción, pero todos ellos soslayaron, en no menor medida que la teoría neoclásica, el problema organizacional. La obra analítica de estos economistas prescinde de las instituciones. Ellos se abocaron a derivar de un modo formal las condiciones marginales a partir de las cuales los administradores de las empresas estatales debían orientar sus actividades; igualdades que son una réplica de las que afloran en el análisis neoclásico de la economía privada. Una causa probable de la ausencia de un debate serio sobre el problema del control por parte de estos economistas radica en que uno de los motivos claves de su fascinación con el socialismo era la presunta capacidad de ese sistema para hacer que la distribución de la riqueza se viera liberada de los imperativos de la producción, permitiendo así que la sociedad socialista promoviera la igualdad sin los constreñimientos propios de las instituciones del capitalismo. Sin duda, esta presunción prejuició sus respectivos análisis, impidiéndoles reconocer las varias formas en que la distribución de la riqueza y las instituciones inciden de manera importante en la producción. La consecuencia de todo ello fue que se ignoró, en lugar de estudiarse a fondo, el problema del

Critical Commentaries on the Economics of the Firm”, y que publicará próximamente Cambridge University Press. Traducido del inglés.

control, entendido como un problema de distribución de la riqueza y de diseño institucional.

El problema del control que nos ocupa aquí es el “problema de agencia” y, especialmente, el que asociamos con la propiedad difusa de las grandes empresas. Dicho problema pone de manifiesto las posibles consecuencias que pueden acarrear las diferencias de intereses entre los propietarios y los gerentes profesionales. Una cuestión de larga data en el debate económico, aunque las referencias tempranas al problema destacan por su superficialidad. En *La riqueza de las naciones*, por ejemplo, A. Smith plantea ciertas dudas respecto a la capacidad de las sociedades anónimas para servir adecuadamente a los intereses de sus propietarios:

No cabe esperar, sin embargo, que los directores de tales empresas, quienes administran el dinero de otras personas en lugar del propio, lo cuiden con la misma atención con la que los socios de una forma privada suelen cuidar lo propio. Como verdaderos mayordomos de un hombre de fortuna, puede que presten atención a cuestiones insignificantes que no necesariamente honran a sus señores y que se otorguen, con suma facilidad, dispensas por hacerlo. Por ende, la negligencia y prodigalidad habrán de prevalecer casi siempre, en mayor o menor grado, en la gestión de tales empresas [...]. En consecuencia, [esos individuos] rara vez han tenido éxito sin un privilegio especial; y, con suma frecuencia, tampoco lo han tenido en presencia de uno.²

[...] Los únicos negocios que una sociedad anónima pareciera llevar a cabo con éxito, sin un privilegio especial, son aquellos en los que todas las operaciones envueltas pueden reducirse a lo que suele denominarse una “rutina”, o una uniformidad tal en el método que no admite sino muy poca o ninguna variación.³

El problema de control de agencia que enfrentan las corporaciones y que tan claramente advirtiera Smith, no es sin embargo abordado en forma sistemática en su indagación general sobre las fuentes de la riqueza de las naciones. En escritos más recientes, también se lo trata de manera superficial. Tanto en *The Engineers and the Price System* (1921), de Veblen, y en *New Industrial State* (1967), de Galbraith, los administradores tecnocráticos arrebatan el control a los propietarios de las empresas y emplean sus recursos de manera distinta a como lo hubieran querido los

¹ Analizo este tema en el capítulo 2 de mi libro “Seven Critical Commentaries on the Economics of the Firm”, a ser publicado por Cambridge University Press.

propietarios. Según Galbraith, la separación entre la propiedad y el control redundaría en un sector privado demasiado vasto y un sector público demasiado pequeño. Según Veblen, la separación genera un aumento deseable en la producción del sector privado. En sus obras, todos ellos recurren al tema del control. Presuponen que el control pasa a manos de los tecnócratas y postulan una cultura tecnocrática que conduce a mayores niveles de producción que los que hubieran alcanzado los propietarios de las empresas, pero se quedan decididamente cortos en lo que hace a proveernos de un análisis sustancial del problema del control.

Dentro de la historia intelectual del problema del control, el aporte más analítico se encuentra en el conocido libro sobre las corporaciones de Berle y Means (1933), donde este problema juega un papel central en la teorización contemporánea de la empresa y en los análisis que se hacen sobre el relevo del mando (*takeover*) y las estructuras financieras. En esta literatura contemporánea, el grado en que se llega a resolver el problema del control gira en torno a varias consideraciones. Entre ellas cabe mencionar la estructura de la empresa, el plan de compensación empleado para remunerar a la plana ejecutiva superior, la estructura y naturaleza de los incentivos con que cuentan los directorios, así como la eficacia de los relevos hostiles. Todas ellas son importantes, pero exhiben un denominador común que restringe su espectro: el problema del control es percibido como algo que surge solamente desde el *interior* de la empresa. La proposición fundamental del presente artículo consiste en que el problema del control tiene fuentes que yacen más allá de la organización de la propia empresa y que incluso trascienden el mercado financiero en el que ésta obtiene sus fondos. Dos de tales fuentes son la riqueza del país y su distribución entre la población. Una tercera fuente corresponde a la legislación vigente en el país.

El problema del control que nos ocupa

Las organizaciones de cierta complejidad están plagadas de problemas relativos a su control. Uno de ellos es de singular interés en este estudio: la falta de motivación de los propietarios de una corporación cuya propiedad es muy difusa, y su incapacidad para disciplinar a la administración profesional que está a cargo de la firma. Un problema que trasciende a la empresa moderna. El socialismo se plantea como un sistema basado en la propiedad colectiva de los recursos, pero la naturaleza excesivamente difusa de una estructura de propiedad colectiva deja a los ciudadanos sin

poder alguno; la gestión de los activos se convierte, por tanto, en una tarea y un privilegio de las burocracias estatales. Estas últimas responden conforme a su peculiar modo de operar a la tarea de control que deben emprender, ocasionando así un problema de control que refleja el hecho de que la gerencia no está sometida a la prueba de la obtención de utilidades ni a la competencia que supone el mercado.

Los estudios sobre relevos de mando en las empresas, llevados a cabo fundamentalmente en los Estados Unidos en la década de los ochenta, ofrecen evidencia de que la separación entre la propiedad y el control sigue siendo un problema fundamental en Occidente, aun cuando sea mucho menos severo que en aquellas regiones del globo donde impera el socialismo. Estos estudios señalan que los accionistas de las empresas-objetivo se benefician de manera considerable cuando hay un cambio de mando en sus firmas. Los relevos exitosos aumentan la cotización de las acciones de las empresas-objetivo en un promedio cercano al 30% (Jarrell, Brickley y Netter, 1988). Puede que el aumento se derive de múltiples cuestiones asociadas al relevo, pero la idea predominante es que se deriva principalmente de la remoción de administraciones atrincheradas e ineptas.⁴ Sin embargo, cabe señalar que una muy reducida fracción de todos los activos corporativos ha sido blanco de los procesos de relevo, hecho que puede interpretarse como un dato estadístico en favor de la proposición de que las corporaciones modernas *no* están seriamente afectadas por el problema de la separación entre la propiedad y el control.

La tesis de la separación se basa en la creencia de que la propiedad empresarial está inevitablemente fragmentada entre miles de pequeños accionistas aislados. Dejando de lado los estudios contemporáneos sobre el problema del control, los muchos autores que adhieren a la tesis de la separación, de Smith a Galbraith, han aceptado esa creencia como un hecho. Es verdad que miles de accionistas poseen en conjunto la típica corporación de grandes dimensiones, pero estudios recientes (por ejemplo, Demsetz y Lehn, 1985 y Shleifer y Vishny, 1986) indican que no todos los accionistas poseen un número insignificante de acciones. Caracterizar la propiedad de una corporación grande como extremadamente difusa contri-

² A. Smith, *The Wealth of Nations*, p. 741.

³ *Ibídem*, p. 756.

⁴ Hasta la fecha, la evidencia parece indicar que las ganancias de la empresa-objetivo no se derivan de la riqueza transferida desde los tenedores de bonos (Jarrell, Brickley y Netter, 1988) o desde los empleados de nivel inferior. Aun cuando el personal administrativo se ve reducido en cantidades desproporcionadas

buye a distorsionar la realidad. Incluso en la situación típica de una corporación grande, unos pocos accionistas poseen una fracción relativamente importante del capital accionario de la empresa. La estructura de propiedad de la gran corporación se halla más concentrada de lo que supone la tesis de la separación, y resulta muy tentador aceptar, como corolario, la idea de que el problema de la separación no es ni con mucho tan severo en los países capitalistas como cabría pensar a partir de una lectura de Berle y Means.

En el caso de las grandes corporaciones estadounidenses como las que aparecen listadas en “Fortune 500”, la porción del paquete accionario que poseen los cinco mayores accionistas constituye aproximadamente un cuarto del total. En Japón y varios importantes países europeos, dicha fracción es mucho mayor. En promedio, por tanto, una corporación grande es aquella en la que un pequeño número de accionistas tiene intereses bien precisos puesto que poseen bloques nada insignificantes de votos. En las corporaciones más chicas, la propiedad se halla incluso más concentrada. Ante dicha estructura accionaria de gran concentración, la administración profesional no puede ser tan independiente de los intereses del accionista como supone la tesis de la separación, aunque hay ciertamente algunos casos en que la estructura de propiedad se ha vuelto demasiado difusa como para servir en buena forma a los intereses del accionista. Cuando la propiedad es muy difusa, debiera haber una reestructuración. El relevo del mando en la corporación y la reorganización del Capítulo XI* son dos formas dramáticas en que esto se lleva a cabo, logrando una reestructuración de la propiedad en un período breve. La propiedad se reestructura menos dramáticamente cuando se realiza a través de la emisión y compra normal de paquetes accionarios.⁵

La concentración de la propiedad no se consigue en forma gratuita. Para que la propiedad esté altamente concentrada, debe haber unos pocos propietarios dispuestos a arriesgar una fracción considerable de su riqueza en una sola empresa. Si dicho costo es alto, la estructura de propiedad que

en las empresas-objetivo al ocurrir un relevo del mando, no sucede lo mismo con la masa laboral.

* Capítulo XI, de las normas legales estadounidenses referidas a la reestructuración y quiebras de empresas. (N. del E.)

⁵ Hay varias formas mediante las cuales se puede orientar la administración profesional de la empresa para que sirva al interés del accionista en la corporación moderna: la propiedad concentrada, las consecuencias de evaluar la gestión ejecutiva en función del mercado de capitales, los procedimientos legales y los sistemas de compensación. Es improbable que todos esos mecanismos transformen a la corporación moderna en una analogía precisa de la empresa que

maximice las utilidades de los propietarios no puede ser muy parecida a la de una empresa de propietario único. Esto es particularmente válido para las empresas muy grandes, pues un alto grado de concentración de la propiedad en esas empresas exige que los propietarios importantes arriesguen gran cantidad de riqueza en una sola empresa, hecho que los expone fuertemente al riesgo específico de la empresa. Por ende, la estructura de propiedad tendiente a maximizar las utilidades de los accionistas importantes en las grandes empresas no es la de la empresa de un único propietario, al contrario de lo que parece sugerirnos el problema de agencia. Antes bien, la estructura de propiedad es más difusa, pues el costo del riesgo específico de la empresa debería reflejarse en una estructura óptima de propiedad. Sin embargo, en dicha estructura debería haber, a la vez, acciones suficientes en posesión de muy pocos accionistas, de modo que éstos puedan ejercer algo más que un módico control sobre la administración profesional. Los datos revelan precisamente esto: una mayor difusión en la estructura de propiedad de las empresas mayores que en las menores, pero con la propiedad suficientemente concentrada para permitir que los grandes intereses accionarios influyan en la gestión.⁶ Este patrón de organización de la propiedad sugiere que la estructura de propiedad no es exógena a las decisiones accionarias. Los accionistas parecen optar por estructuras de propiedad que maximizan para ellos la rentabilidad de su participación en el capital de la empresa. El patrón en cuestión se ha visto confirmado en las empresas suecas (C. Bergstrom y K. Rydqvist, 1990), japonesas (Prowse, 1991 (2)) y sudafricanas (J. Gerson, J., 1992). Las consideraciones adicionales al riesgo específico de la empresa y los problemas de agencia sirven para definir la estructura de propiedad óptima, como las consideraciones tributarias, la competencia administrativa de los propietarios importantes y las diversas reglamentaciones (algunas de las cuales se analizan a continuación).

describe la teoría neoclásica, pero ellos sí plantean serias interrogantes acerca de la tesis de Berle y Means.

⁶ Los datos brindan a la vez evidencia de que otros aspectos de los intereses de los accionistas se reflejan en la estructura de propiedad de las corporaciones, pero no vamos a analizar aquí esa evidencia y esos aspectos. Los relevos del mando en una corporación, como las estructuras de propiedad, tampoco ocurren al azar. Las empresas-objetivo son, por lo general, aquellas que han adquirido y retenido imprudentemente activos a través de fusiones previas (Mitchell y Lehn, 1990), y que presentan estructuras de propiedad demasiado difusas como

El papel de la riqueza

Llegamos ahora a un elemento clave. El riesgo inherente a la obtención de una fracción controladora sobre las acciones de una corporación determinada no es sólo función del tamaño de la corporación y el riesgo específico de la empresa, sino también de la riqueza del accionista y del tiempo y conocimientos de que dispone. Una persona muy acaudalada puede poseer una fracción cuantiosa de las acciones de una gran corporación y aún así mantener una cartera de inversiones hasta cierto punto diversificada. Y, quizás más importante, una persona muy acaudalada debería estar dispuesta a asumir el grado mayor de riesgo específico de la empresa que acompaña a la especialización de su inversión controladora en sólo una o unas pocas firmas. El problema del control corporativo puede verse significativamente atenuado en una sociedad que tiene una cantidad suficiente de individuos muy acaudalados, de modo que la propiedad de sus mayores empresas pueda estructurarse sin mucha consideración por el riesgo específico de la empresa. Los problemas de control que siguen en pie se deben a las limitaciones de tiempo y capacidad con que los propietarios afrontan la tarea del control. Una persona muy acaudalada que busque evitar todo riesgo específico de la empresa puede asumir posiciones controladoras en los paquetes accionarios de muchas empresas grandes, pero, al hacerlo, el control que sea capaz de ejercer se verá debilitado por las restricciones en términos de tiempo y capacidad.

La gravedad del problema del control refleja en parte, pues, el nivel de pobreza, en parte la distribución de la riqueza y en parte el tiempo y la pericia envueltos, y todos estos factores resultan más determinantes cuanto mayor sea la capitalización requerida por las empresas para ser eficientes. Los países más pobres, que aspiran a resolver los “problemas de agencia” y reducir al mismo tiempo el riesgo específico de la empresa, deben evitar sustentarse en empresas grandes. Si optan por las firmas grandes, deben aceptar que haya un control menos efectivo de la empresa (recurriendo a estructuras de propiedad muy difusas que evitan el riesgo específico de la empresa) o deben propiciar que los propietarios de tales empresas soporten un riesgo específico de la empresa considerablemente mayor que el que deberían soportar en el caso de las naciones más ricas.

Hasta cierto punto...

Hasta cierto punto, la desigualdad en la distribución de la riqueza

posibilita que una cantidad determinada de riqueza logre, al menos, un control más efectivo sobre algunas empresas grandes. Pero la desigualdad puede llegar demasiado lejos. Tanto la desigualdad extrema como la igualdad extrema en la distribución de la riqueza reducen el grado en que puede mantenerse un control efectivo. Considérese, en primer lugar, la extrema desigualdad de riqueza. Una persona muy acaudalada tiene riqueza suficiente para asumir una posición que concentre la propiedad en muchas grandes empresas. Si adopta esa posición tan sólo en una empresa, o en unas pocas grandes empresas, puede ejercer un control efectivo de tales empresas. Sin embargo, si adopta esa postura en muchas grandes empresas, su control de la administración profesional de dichas empresas queda comprometido por sus limitaciones de tiempo y conocimiento. Tales limitaciones no pueden evitarse haciendo que la persona acaudalada preste una fracción de su riqueza a otros quienes asumirán, a su vez, posiciones controladoras sobre los paquetes accionarios, puesto que los empréstitos mismos han de ser supervigilados y los deudores morosos disciplinados. Así, la extrema desigualdad de riqueza puede poner en manos de unos pocos individuos una fracción tan grande de la riqueza de un país que haga que las limitaciones de tiempo y conocimientos socaven su capacidad de controlar efectivamente la administración profesional. Una cuota de desigualdad en la distribución de la propiedad que permita que los individuos situados en el extremo superior de la curva se muestren menos temerosos de correr riesgos y asuman posiciones concentradoras en sólo unas pocas firmas (de modo que las restricciones de tiempo y conocimientos se vean reducidas), constituye una vía práctica para lograr un control efectivo de las grandes empresas.

Las soluciones al problema del control se ven también socavadas por la igualdad extrema en la distribución de la riqueza. Considérense las corporaciones más grandes de los Estados Unidos. La mayoría de las 511 corporaciones estadounidenses comprendidas en el estudio de Demsetz y Lehn antes mencionado, eran suficientemente grandes como para ser incluidas dentro de, o justo por debajo de, las mayores corporaciones de "Fortune 500". En el período estudiado, de 1975 a 1980, tales empresas tenían, en promedio, estructuras de propiedad tales que los cinco mayores accionistas poseían alrededor del 25% de las acciones. Algunos de esos propietarios eran institucionales (a lo cual habremos de referirnos adicionalmente). Dejemos a éstos de lado. Los cinco mayores propietarios no-institucionales controlaban poco menos de un 10% de las acciones dentro de la típica corporación estadounidense de gran tamaño. Consideremos como una hipótesis de trabajo la idea de que el mercado de capitales estadounidense nos provee de una estimación gruesa de la estructura de

propiedad no-institucional requerida para establecer un control efectivo de las grandes firmas. Sobre esta base, en la corporación promedio de gran tamaño debiera haber un 10% de las acciones en posesión de no más de cinco propietarios no-institucionales.

Ahora bien, si la riqueza neta de los Estados Unidos en 1976 se hubiera distribuido equitativamente, no hubiera habido cinco familias capaces de aportar fondos ni siquiera aproximados a los requeridos para poseer el 10% de las acciones de esas grandes corporaciones. Los cinco mayores propietarios no-institucionales, sumados entre sí, invirtieron más de 100 millones de dólares en la firma grande promedio de la muestra Demsetz-Lehn. Si la riqueza se hubiera distribuido equitativamente entre las familias en 1976, la riqueza neta disponible para cualquier grupo familiar a partir de esas inversiones hubiera sido de menos de 10.000 dólares, de modo que cinco familias hubieran podido sumar entre ellas tan sólo 50.000 dólares. Asumiendo que el precio por acción representaba en 1976 apenas el costo de reemplazo más la buena voluntad, 50.000 dólares hubieran quedado cortos frente a la suma requerida para establecer un control adecuado. Incluso un país tan rico como Estados Unidos ha de exhibir cierta desigualdad en la riqueza para que el control efectivo sobre las grandes empresas sea un desiderátum relevante. Ha de haber una desigualdad suficiente no sólo para posibilitar la existencia de cierta cantidad de grupos de cinco propietarios que retengan un 10% del riesgo en el número total de grandes firmas dentro de una economía, sino para que cada uno de tales propietarios alcance un grado aceptable de diversificación de sus valores en cartera. Por tanto, pareciera que la solución al problema del control de la empresa es más ardua si existe una desigualdad o igualdad extremas en la distribución de la riqueza. Dada la aritmética implícita en los datos estadounidenses, ningún país es lo suficientemente rico como para lograr que su índice de riqueza permita resolver al máximo este problema sin que exista cierto grado, en ningún caso intrascendente, de desigualdad en la distribución de la misma.

Supongamos que hubiera habido suficientes familias ricas en los Estados Unidos en ese año de 1976 para permitir que 100 millones de dólares de los paquetes accionarios de cada una de las 500 mayores corporaciones estadounidenses fueran propiedad de cinco familias, con un grupo distinto de cinco familias para cada firma. Cada una de las 2.500 familias requeridas hubiera poseído una riqueza neta de 20 millones de dólares. Supongamos que en Estados Unidos hubiera 60 millones de familias. Dado que la familia promedio tenía en 1976 una riqueza neta equivalente a unos 10.000 dólares, ello se traduce en que un 0,004% de las familias hubiera

poseído el 8,33% de la riqueza neta de la nación. Este cálculo no considera las grandes posiciones accionarias que pueden adquirir los fondos mutuos, las compañías de seguros, etc.; ello reduciría el grado requerido de desigualdad en la riqueza neta. Pero no se considera aquí la diversificación de la cartera por las familias acaudaladas controladoras del interés, y una exigencia de diversificación aumentaría el grado requerido de desigualdad.

Aquí se hace referencia únicamente al problema del control y no a otras consecuencias que puedan tener la riqueza y su distribución sobre la productividad. La distribución de la riqueza puede influir en la inversión en capital humano y, a su vez, en el progreso económico. Una distribución igualitaria de la riqueza entre las familias implica, en un país pobre, niveles bajos pero relativamente iguales de inversión familiar en capital humano. La distribución desigual de la riqueza implica niveles más altos de inversión entre las familias de mayor riqueza y menores niveles entre las familias más pobres. La extrema desigualdad en la distribución implica grandes disparidades en la inversión en capital humano, mayores que las que es posible racionalizar mediante la distribución del talento latente. A menos que entre en funciones un mercado de capitales que apunte a las inversiones en capital humano, que exija a aquellos que reciban empréstitos la devolución a partir de sus futuros ingresos, la desigualdad extrema podría conducir a una inversión demasiado pequeña en el capital humano de los hijos de las familias pobres. La distribución de la riqueza afecta también la estabilidad política de una nación, y ello tiene importantes consecuencias para la productividad empresarial. Así, la riqueza y su distribución afectan de muchas formas la productividad, a menudo con consecuencias contradictorias. Sería un error creer que sólo a través del control de la empresa se puede afectar la productividad, y no es eso lo que pretendo sugerir aquí. Sostengo únicamente que hay una conexión ignorada entre la riqueza y la solución al problema del control en la empresa y que dicha conexión sugiere que un grado nada trivial de distribución de la riqueza, pero no una desigualdad extrema, fortalece la capacidad de una sociedad cualquiera para resolver el problema del control.

Los recursos disponibles, el clima y el nivel de tecnología contribuyen, pero sólo eso, a perfilar las actividades en las que un país exhibe ventajas comparativas. No son condiciones determinantes puesto que ignoran el problema del control de la empresa y el papel que juega la riqueza en la disminución de la gravedad del problema. La teoría de las ventajas comparativas, como ella ha sido interpretada normalmente, no reconoce de manera explícita la importancia de estos factores. Las empresas que requieren de gran cantidad de capital para ser eficientes pueden ser controla-

das más efectivamente cuando están localizadas en países ricos, en países que toleran los desniveles de riqueza y en países tolerantes a la vez de la propiedad extranjera, mientras que las empresas que requieren de sólo pequeños montos de capital sufren una pérdida relativamente menor de control por estar en países pobres e igualitarios que ponen trabas a la inversión foránea. Los países pobres se equivocan si pretenden forzar los recursos hacia aquellos sectores económicos en que las empresas deben emplear grandes cantidades de capital para resultar competitivas, y el error se acrecienta si ello se acompaña de políticas que buscan preservar aproximaciones cercanas a la igualdad en la distribución de la riqueza local y mantener las barreras al capital foráneo.

El análisis que sigue a continuación ignora en buena medida el asunto de la riqueza foránea. En los problemas prácticos de control que encara cada nación en particular tercian las actitudes hacia el capital foráneo, pero no ocurre así con los principios aquí en juego. En vez de analizar el problema de la riqueza y su distribución a nivel de una nación, para lo cual son importantes los flujos de capital foráneo, podemos considerar el orbe como una sola gran nación. De este modo, no hay posibilidad de atenuar los problemas de control por la vía de importar capital, pero subsiste la significación que tienen la riqueza y su distribución para el problema del control. En la medida que existan barreras que impiden el flujo de capital extranjero hacia posiciones bursátiles en las naciones pobres y naciones con una distribución muy igualitaria de la riqueza, tales principios se aplican desde luego a los Estados nacionales.

Si el control de la empresa fuera el único problema en cuestión, y no lo es, un país pobre, igualitario, haría bien en evitar las políticas que alientan la inversión en actividades que requieren de grandes empresas. Los establecimientos de venta al por menor, los servicios, el pequeño comercio y las faenas agrícolas, si suponemos que son todas ellas actividades susceptibles de desarrollarse relativamente bien con el capital, el tiempo y las capacidades intelectuales del ciudadano típico o un pequeño grupo de ciudadanos, debieran ser favorecidas por los países pobres que optan por sustentarse en el capital y el control internos. Sólo después de que las inversiones en tales empresas controlables hayan dado tiempo a sus propietarios para acumular riqueza, o sólo después que un mayor grado de desigualdad de la riqueza se vuelva políticamente tolerable, pueden hacer-

para vincular adecuadamente el comportamiento administrativo con los intereses accionarios.

⁷ Obviamente, la ventaja en control que supone, para los países pobres, depender de empresas en pequeña escala puede ser sobrepasada por el hecho de que posean recursos que favorecen claramente a las industrias en las que la

se inversiones controlables en empresas mayores. Desde la perspectiva del control, las grandes firmas y las industrias a las que pertenecen están mejor situadas en países con mayor riqueza per cápita y con una moderada desigualdad en su distribución.⁷

Tamaño de las empresas y transición al capitalismo

Muchas distribuciones de tamaño, como la altura de las personas, son representadas en forma adecuada por una distribución normal de frecuencia. Relativamente pocas mediciones arrojan magnitudes muy reducidas o muy grandes, y la mayoría de ellas cae dentro de las categorías intermedias. El tamaño de las empresas se distribuye, así y todo, de manera diferente. La mayoría de las empresas son pequeñas, unas pocas son de tamaño medio y muy pocas son muy grandes. La forma de su distribución es mucho más log normal que normal (Gibrat, 1931; Ijiri y Simon, 1977). Desde la perspectiva de la economía, el origen de la distribución debiera explicarse en términos de la eficiencia y las utilidades de la empresa, pero no hay razón para creer que la función neoclásica de la producción, dependiendo, como de hecho ocurre, de la cuantía del insumo, favorezca a las empresas de tamaño reducido por sobre las de tamaño intermedio y mayor. En ausencia de indivisibilidades del insumo, todas las dimensiones posibles de una empresa son igualmente eficientes y, aunque la escasez de indivisibilidades del insumo adopta la forma de una U para la función de costos, no hay razones para suponer, como no sea sobre una base *ad hoc*, que ésta llega más frecuentemente al mínimo con empresas de muy reducido tamaño antes que con empresas medianas o grandes. El problema del control, cuya solución refleja el papel de la riqueza y la distribución de la riqueza, nos brinda una explicación menos *ad hoc*.

Las naciones son demasiado pobres, y lo mismo ocurre con el mundo en su conjunto, para resolver el problema del control cuando existen más de unas pocas empresas muy grandes. Las empresas pequeñas equivalen a la mejor escala productiva si el problema del control es el único determinante del tamaño más eficiente. Claramente no lo es, pues existen unas cuantas empresas grandes. Pero, también muy claramente, no hay muchas de ellas. La justificación de la existencia de esas pocas empresas grandes descansa en el supuesto de que las economías de escala son tan grandes, en lo que hace a los insumos de no-control, que el mayor tamaño de las empresas sería una ventaja en unos pocos casos, incluso si el costo del control aumenta en virtud de ello. Este supuesto es de naturaleza *ad hoc*, pero las consideraciones relativas al control y la riqueza no lo son (o, al menos, lo son en mucho menor grado). Aun cuando supusiéramos que las economías de escala respecto a los insumos de no-control son tales

que ello propiciara igual número de empresas pequeñas, medianas y grandes, los problemas del control y la insuficiencia de riqueza harían descender el tamaño de las empresas, desviando la tendencia hacia empresas de tamaño reducido.

El problema planteado por la estructura de propiedad está implícito en las dificultades que ahora encaran los países socialistas que buscan la privatización de la economía. Son pocas las dificultades que enfrentan para convertir las pequeñas empresas socialistas en empresas de propiedad privada, habitualmente a través del sencillo recurso de licitar las instalaciones entre los ciudadanos. Polonia, Hungría y la República Checa han convertido desde ya una fracción sustancial de pequeñas empresas socialistas en pequeñas empresas privadas y el proceso está repitiéndose hoy en Rusia. El sector privado de la economía china comenzó también con pequeñas empresas, ya fueran granjas o empresas comerciales, y ha crecido rápidamente. Las grandes empresas estatales presentan más problemas de convertibilidad. China no tiene planes de convertir sus enormes empresas estatales en privadas, con la esperanza de apoyarse, en lugar de ello, en las inversiones conjuntas con firmas extranjeras para revitalizar el sector económico de carácter socialista. Este curso de acción se ha adoptado, al menos en parte, por razones ideológicas. Pero en China, como especialmente en la Europa del Este y en Rusia, una fuente primordial del problema es la falta de cierta forma de riqueza privada que no genere resentimiento entre la población. Aun cuando esa forma de riqueza esté aflorando en el rápido crecimiento del sector privado en China —un sector que tiene ya décadas si incluimos a la agricultura—, la experiencia de la Europa del Este y Rusia, que no han gozado de un sector privado de significación en un lapso de entre 40 y 70 años, es muy diferente. La riqueza privada que se ha acumulado en tales países proviene a menudo de actividades ilegales en el mercado negro y de los negociados en las sombras de los funcionarios estatales. Los ciudadanos que han sobrellevado los impuestos y la escasez y pagado el costo del enriquecimiento burocrático durante 40 a 70 años, se resisten a que la adquisición de las grandes empresas estatales se lleve a cabo por los mismos que se han enriquecido por esas vías antisociales. Ello ha derivado en una paralización del proceso de privatización de las grandes empresas estatales, las que aún languidecen bajo el control socialista, salvo que hayan sido vendidas a extranjeros. Esto no ayuda mucho a resolver el problema del control; forzado por la necesidad, el control sigue en manos de las burocracias estatales que operan contra el telón de fondo de la extrema difusión de la “propiedad” que caracteriza a la propiedad “pública”.

Un prerequisite diferente para el problema del control

La riqueza en pequeñas cantidades y en manos de muchas personas puede ser reunida en fondos privados suficientemente grandes de inversión a nivel local como para establecer posiciones controladoras incluso entre el capital accionario de las empresas que necesitan capital. En la medida que quienes administren los fondos institucionales de inversión representen efectivamente el interés de esos inversionistas individuales, tales fondos pueden ejercer una influencia considerable sobre los administradores profesionales de esas empresas en las que ellos han adquirido grandes fracciones del paquete accionario. La riqueza global de un país pone límites, aún así, a la cantidad de fondos que pueden financiarse adecuadamente para que asuman esta misión de control, pero en algún grado la inversión institucional sirve como mecanismo para unificar los intereses de los inversionistas individuales, como propietarios, en ciertas inversiones coordinadas hacia posiciones controladoras. En este acápite se analizan las potenciales ventajas y desventajas de la inversión institucional, pero, como un prerequisite de ello, se destacará primero una faceta generalmente ignorada del problema de agencia.

Una condición bien conocida que favorece el atrincheramiento de una administración ineficaz (desde la perspectiva del accionista) es la existencia de una estructura de propiedad difusa. Pero existe también otra condición, en buena medida no reconocida: la incapacidad del inversionista para obligar a la empresa a restituir activos que fueron adquiridos con recursos provenientes de la venta inicial del paquete accionario. En esencia, esto significa que los inversionistas no pueden obligar a la empresa a readquirir acciones en circulación del paquete inicial. Los activos disponibles para una corporación cuando los inversionistas compran la oferta pública inicial de acciones se convierte en propiedad de la empresa. Los accionistas adquieren acciones que les confieren derecho a voto y a gozar de los dividendos, pero no a reclamar (individualmente) la fracción de los activos de la empresa representada por sus acciones. Los activos pertenecen a la empresa. El accionista puede vender sus acciones si está disconforme con el desempeño de la empresa, y en conjunto con otros accionistas puede votar la venta de la empresa. Lo que no puede hacer individualmente es insistir en que la corporación le compre de vuelta sus acciones.

empresa en gran escala es más eficiente. Aquí me he centrado sólo en la cuestión del control.

⁸ La venta de acciones por los accionistas tiene un efecto depresor sobre el

La ausencia de una condición de re-compra da al administrador profesional un mayor control sobre el capital accionario. La corporación, y no el accionista, tiene el título de los fondos y otros activos asegurados a partir de la venta inicial del paquete accionario.⁸ Si los accionistas pudieran reclamar esos activos, la gravedad del problema del control sería menor. El problema se vería aminorado incluso en presencia de una estructura de propiedad muy difusa. Aquellos accionistas decepcionados, actuando individualmente pero en gran número, podrían exigir desembolsos que despojaran a la administración de los activos corporativos. Puede que los activos valieran menos a causa de la administración deficiente, pero sería posible que los accionistas disgustados los rescataran del control de la administración.

Desde la perspectiva de los compromisos comerciales, la idea de permitir a los accionistas que reclamen su parte de los activos de la empresa es impracticable en el caso típico. La corporación llega a acuerdos para adquirir materiales y equipo y para ofrecer bienes y servicios. Si se espera que esos compromisos sean percibidos como confiables, la empresa debe tener el control de los activos que se ha asegurado con la venta del paquete accionario o los bonos. No puede estar en permanente riesgo de perder los activos en manos de sus accionistas decepcionados. La empresa típica debe, por tanto, estar organizada de modo de impedir que los accionistas reclamen su fracción de los activos de la empresa en otras circunstancias que no sean las excepcionales. Así, se le garantiza a la empresa una existencia diferente, en muchos sentidos importantes, a la vida y los anhelos de quienes la abastecen de capitales y otros insumos.⁹ Sólo en virtud de un voto mayoritario a favor de vender la empresa o de vender sus activos, y no en virtud de ciertas decisiones individuales independientes, pueden los accionistas obligar efectivamente a la empresa a liberar para ellos el valor de sus activos.

Este ejercicio de permanente control sobre los activos deja de ser un prerequisite para hacer negocios si los compromisos a futuro resultan irrelevantes para los proveedores y los clientes de la empresa. El fondo mutuo accionario de carácter ilimitado reúne el capital de los inversionistas y se vale de su habilidad para invertir en acciones de otras corporaciones.

precio del paquete de la corporación si un número suficiente de los accionistas las ofrece en venta. Ello tiene cierto efecto disciplinador sobre la administración por la dificultad que ocasiona al poner en juego un nuevo capital accionario, pero aun en tal caso la corporación sigue teniendo el control de los activos que ha adquirido.

⁹ Mi colega Axel Leijonhufvud establece un punto similar en un ensayo

El fondo puede vender esas acciones adquiridas al recibir algún aviso coyuntural, en caso de que se decida a hacerlo, y sin poner en riesgo sus acuerdos comerciales. La actividad comercial del fondo no depende de la disponibilidad y el despliegue permanente de activos especializados, como ocurre en los negocios de una empresa automotriz. El capital puesto a su disposición puede ser retirado por los inversionistas sin comprometer seriamente sus acuerdos con terceros. El fondo mutuo ilimitado está obligado a “re-comprar” en forma prorrateada las posiciones de inversión. Quienes invierten a través de ese fondo no son el equivalente legal de los accionistas. La insatisfacción general con la administración de un fondo puede hacer que los inversionistas la priven de la mayor parte de su capital, aun cuando ningún inversionista individual haya invertido una suma considerable. Esta fuerza disciplinadora no depende de la existencia de propiedad concentrada. A causa de esta diferencia, el problema del control sobre la administración es potencialmente más severo en la corporación típica que en el fondo ilimitado.¹⁰

Esta atenuación del problema del control en los fondos ilimitados puede transferirse y aminorar el problema en la corporación típica si algunos fondos ganan posiciones de propiedad concentrada en los paquetes accionarios que adquieren y si esto reduce la probabilidad de que los inversores en fondos retiren sus recursos. Las instituciones financieras como los fondos mutuos accionarios ilimitados cuentan así con el potencial de reducir la gravedad del problema del control en la corporación. Ello puede ser especialmente importante en países con bajos niveles de riqueza y una distribución igualitaria de la misma. Los fondos pueden contener la suficiente cantidad de riqueza invertida para permitirles asumir posiciones concentradas en la propiedad de algunas corporaciones en las que invierten, sin por ello perjudicar su propia capacidad de diversificarse. Pueden actuar, en cierto sentido, como si fueran individuos acaudalados.¹¹

Quienes invierten en fondos limitados no gozan de la misma capacidad disciplinadora, en la medida que no pueden insistir en una devolución de los activos del fondo. El financiamiento de un fondo limitado es como el de la corporación típica. Una vez que una venta inicial de acciones dentro del fondo ha sido concluida, los inversores pueden obtener liquidez

titulado “Capitalism and the factory system” (“El capitalismo y el sistema industrial”), que aparece en Langlois (1985).

¹⁰ Fama y Jensen (1983) reconocen esta característica del fondo mutuo y su relación con el problema de agencia.

¹¹ La diferencia entre el fondo ilimitado y el Estado, este último en su

vendiendo las acciones en el mercado abierto, pero no obligando al fondo a re-comprar acciones al valor del activo. Una venta en el mercado abierto no reduce directamente los recursos disponibles para las administraciones de fondos limitados, aun cuando deprime el precio de la acción y perjudica la capacidad del fondo para vender acciones adicionales. Las normas financieras bajo las cuales opera el fondo limitado confieren a sus gestores la capacidad de hacer planes de inversión sin temor a verse forzados a alterarlos en caso que los inversores estén disconformes, pero a la vez elimina una vía de control sobre la administración que está accesible en el fondo ilimitado incluso para inversores organizados de manera difusa. Obviamente, si las acciones en las que ha invertido el fondo ilimitado tienen un pobre desempeño, el valor activo por unidad de inversión disminuye y los inversores pueden amortizar una unidad sólo a un valor inferior al que pagaron por ella. No podemos negar el hecho de que los inversores sobrellevan el costo de ciertas malas decisiones de inversión adoptadas por la administración del fondo en el pasado, ya sea que los inversores hayan puesto su dinero en fondos limitados o ilimitados, pero sólo los inversores en fondos ilimitados pueden privar a los administradores del capital que aún queda en el fondo.

Supongamos, al contrario de lo que ocurre hoy en los Estados Unidos, que los bancos comerciales estuvieran autorizados a invertir en paquetes bursátiles de empresas comerciales los ahorros confiados a ellos. A diferencia de los inversionistas en fondos ilimitados, los cuales adquieren una acción cuyo valor está determinado por lo bien que el propio fondo escoge las empresas en las cuales invierte, un banco se compromete a permitir que los ahorrantes retiren el mismo dólar que depositaron. La administración de un banco que invierte tontamente esos ahorros, o que falla en presionar juiciosamente a las administraciones de las empresas en que invierte, no será capaz de mantener intereses competitivos para sus ahorrantes. Estos acabarán, posiblemente, retirando sus fondos, transfiriéndolos a los bancos que se han comportado mejor. Aquí subsiste la capacidad de retirar aquellas inversiones cuyo valor no se ha visto afectado por un desempeño pobre de los departamentos de inversión de los bancos. Ello difiere de la situación del inversor en fondos ilimitados, que habrá de sufrir una reducción del valor de sus unidades de inversión en caso de que el fondo invierta tontamente. Sin embargo, no está claro, a partir de esta diferencia, cuánto más dispuestos estarían los inversores a retirar sus activos de manos de la administración del fondo que de la administración del banco, ni está claro si los bancos seguirían autorizando los retiros en dólares nominales una vez que se llega al mercado bursátil. Lo que está

claro es que si se mantiene la denominación del dólar, el ahorrante-inversor habrá de supervisar el desempeño de su fondo en forma más continuada y más atentamente de lo que él supervisa el desempeño de su banco. La obligación de mantener un seguro de depósito, si se aplica a los ahorros invertidos en acciones a través de los bancos, vendría por cierto a socavar adicionalmente el proceso de supervisión del desempeño bancario por los ahorrantes.

Si bien el hecho de que los inversores puedan reclamar el dinero de un fondo ilimitado de inversión, ayuda a resolver el problema de la administración del inversor difuso, un problema que de otro modo aumentaría, no está claro el grado en que lo hace. Se puede enfrentar más efectivamente el problema de controlar a la administración del fondo si el capital es aportado en forma concentrada al fondo en sí, pues ello refuerza los incentivos para supervigilar y disciplinar a la administración del fondo. Con todo, dicha concentración le restaría al fondo efectividad para encarar el problema de la distribución de la riqueza, que fue el motivo por el cual fue incorporado en primera instancia al presente análisis.¹² Aunque se disipe el problema de agencia, queda en pie el otro problema de los constreñimientos que suponen las limitaciones de tiempo y conocimientos de que adolece la administración. Un fondo que sirva principalmente para diversificar las inversiones de los ahorrantes elimina de hecho el riesgo específico de la empresa, pero, al igual que el inversor muy rico que logra una diversificación similar por cuenta propia, es improbable que el fondo sea capaz de supervigilar e influir efectivamente en las administraciones de las empresas cuyas acciones son suyas. Los datos parecen apoyar la tesis de que, en promedio, los fondos activamente administrados y diversificados no se comportan tan bien como los fondos no administrados que simplemente adquieren un índice de acciones de base muy amplia. Desde la perspectiva del control efectivo, sería mejor que los fondos administrados asumieran un grado significativo de especialización en sus carteras, de modo que pudieran invertir más tiempo y conocimientos en la tarea de influir en la gerencia de las empresas. Las instituciones legales en los

faceta de recaudador de impuestos, es que el aporte de los ingresos al fondo es voluntario y reversible.

¹² Sin embargo, una tesis doctoral recientemente concluida en la UCLA (P. Clyde, 1990) ofrece cierta evidencia de que las administraciones de los fondos de inversión institucionales se comportan en buena medida como lo hacen los accionistas individuales y familiares en ciertas decisiones que toman respecto a asumir riesgos concentrados en los paquetes accionarios de las corporaciones. Dicha tesis llamó mi atención hacia la variedad de restricciones legales que

Estados Unidos, basadas en la responsabilidad fiduciaria, desincentivan esta opción, no reconociendo que los inversionistas individuales pueden, si lo desean, evitar el riesgo específico de la empresa invirtiendo en una cartera de tales fondos.

Como no es posible que los inversionistas decepcionados priven de sus activos a un fondo limitado, se echa en falta, en este caso, alguna forma de disciplinar a sus administradores. Cabe destacar que los compradores de la oferta inicial de acciones en fondos limitados se ven enfrentados a un descuento emergente en el valor de sus acciones, a partir del valor de la cartera del fondo. Tal vez los fondos limitados exponen de hecho a los inversores a un problema de agencia más severo que los fondos ilimitados. Aun así, los fondos limitados parecen competir exitosamente con los fondos ilimitados en sus esfuerzos por aumentar el capital, lo que indica que hay algunas ventajas compensatorias. Se me ocurren dos esas ventajas. La primera, que el fondo ilimitado, precisamente porque debe estar listo para re-comprar unidades en demanda, requiere de una estructura de activos con mayor liquidez de la que necesita el fondo limitado. Ello posibilita que el fondo limitado ponga más de sus activos a operar en determinadas inversiones. La segunda, que el fondo limitado puede mejorar su potencialmente mayor problema de agencia al descansar en una estructura de propiedad más concentrada que la estructura de propiedad unitaria del fondo ilimitado. Ambos aspectos de esos dos tipos de fondos pueden estudiarse, y probablemente se estudien, pero aquí se plantean de momento como conjeturas. Sin embargo, la estructura de propiedad del fondo limitado, aun cuando fuera más concentrada, hace que este tipo de fondo resulte menos viable como una forma de compensar los problemas de riqueza y distribución de la riqueza que afrontan las naciones más pobres.

Finalmente, cabe advertir que el capital adquirido a través de la venta de deuda, aunque genera un problema de agencia entre los accionistas y los tenedores de deuda, reduce el monto del capital que se debe aportar a través de la propiedad y, por ende, el monto del capital requerido para llegar a una situación de concentración de propiedad. La deuda actúa aproximadamente en la misma capacidad que las acciones aseguradas en pequeñas cantidades contra múltiples inversionistas; ninguna de ambas opciones genera normalmente, a diferencia de la situación de concentración de propiedad, la oportunidad de controlar a la administración profesional, aun cuando ambas pueden, en ciertas circunstancias particulares, influir en el comportamiento gerencial. Dichas fuentes de capital generan dos problemas de agencia. La emisión de deuda crea un problema entre quienes poseen acciones y los tenedores de deuda. La adquisición de capital desde fuentes difusas crea un problema de agencia entre los accio-

nistas mayoritarios y minoritarios. Pero tanto la deuda como el paquete accionario de fuentes difusas, al lograr reducir la cuantía del paquete accionario requerido para financiar a una empresa, hacen que resulte menos costoso para los accionistas disciplinar a la administración profesional.

Entre la deuda y el paquete accionario de fuentes difusas existe una diferencia que se relaciona con la distinción entre los fondos mutuos ilimitados y limitados. En última instancia, la deuda se liquida, de modo que los propietarios de bonos reclaman de hecho sus activos de la empresa que han contribuido a financiar. Ese privilegio de reclamo no opera en forma continua, como ocurre con el inversor en un fondo ilimitado, sino en forma periódica. Entonces surge necesariamente la decisión de reemplazar o no la antigua deuda por deuda nueva o nuevas acciones, o reemplazarla en su totalidad. En esta coyuntura, la administración profesional está sujeta a la disciplina del mercado de capitales, que resulta menos apremiante en períodos en que la deuda no está siendo repagada. La emisión de deuda es, por ende, distinta a la emisión de un paquete accionario, en el sentido de que la deuda gatilla finalmente una oportunidad de reclamo.¹³

Consideraciones institucionales

Las diferencias en la concentración de la propiedad que pueden apreciarse entre los distintos países indican que las disposiciones institucionales, al igual que la riqueza, juegan un papel importante en los problemas del control. Según los valores dados de las variables que influyen sensiblemente en la estructura de propiedad de las corporaciones, como el tamaño de la empresa y el riesgo específico de ella, la propiedad es significativamente más difusa en las corporaciones estadounidenses que en las japonesas, europeas y sudafricanas (pero no más difusa que en las corporaciones inglesas). La gran corporación típica de los Estados Unidos exhibe un índice de concentración de la propiedad cercano a un cuarto de las acciones en manos de las cinco posiciones con mayor propiedad, pero la mayoría de las corporaciones que se transan en el mercado bursátil de Johannesburgo, Sudáfrica, exhiben índices de concentración de la propiedad cercanos al 50% (Gerson, 1992). En Suecia y Alemania se detectan índices igualmente altos (Sundqvist, 1986), en tanto las grandes corporaciones de Japón tienen índices de concentración de la propiedad de más de

inciden en la capacidad de los inversores institucionales para adoptar posiciones

un tercio de las acciones (Prowse, 1991 (2)). Si la estructura de un grupo de cinco accionistas en posesión de un cuarto del paquete accionario con derecho a voto en la típica corporación grande resulta adecuada para los Estados Unidos, ¿por qué resulta ella en exceso concentrada para otras naciones? Una causa plausible de esa diferencia estriba en que las normativas que afectan la estructura de propiedad varían entre los distintos países. Sólo en fecha reciente esta posibilidad ha conseguido llamar la atención de los académicos (Prowse, 1991 (1), Roe, 1991, y Gerson, 1992).

Por más de sesenta años, la Ley Glass-Steagall ha impedido a los bancos ser propietarios directos de los paquetes accionarios de las corporaciones estadounidenses. En Sudáfrica y en buena parte de la Europa Occidental no hay leyes homólogas a esa, y Japón adoptó una legislación similar hace sólo muy poco tiempo. La Ley Glass-Steagall obliga a las corporaciones a aumentar los fondos accionarios desde otras fuentes, en tanto los bancos parecieran ser conductos baratos de capital accionario. En otros países, de hecho, los bancos juegan importantes roles como tenedores de acciones, al suministrar una cantidad suficiente de acciones como para poseer posiciones de considerable tamaño en las estructuras de propiedad de las corporaciones. En ausencia de la Ley Glass-Steagall, los bancos estadounidenses podrían cumplir la misma función que los fondos mutuos ilimitados en lo que se refiere a distender la conexión entre la distribución de la riqueza y la solución al problema del control.¹⁴ Las leyes estadounidenses limitan también el grado en que las compañías de seguros y los fondos de pensiones pueden adquirir y mantener posiciones controladoras como propietarios. Generalmente presionan a las instituciones para que mantengan carteras diversificadas y eviten asumir posiciones en una sola compañía. También es cierto que los países de Europa Occidental y sus instancias formales de intercambio bursátil permiten un paquete accionario sin derecho a voto, mientras que, por el contrario, el principal mercado bursátil de los Estados Unidos, la Bolsa de Nueva York, viene insistiendo desde finales de la década de los veinte en la idea de que las corporaciones que ella incluye en su listado actúan sobre un paquete accionario global, basándose en el

controladoras en la estructura bursátil de las empresas en las que invierten.

¹³ Debo al profesor Dave Butz el haberme señalado este punto.

¹⁴ Sin embargo, puesto que los bancos hacen acuerdos de empréstitos con prestatarios, quizás sea conveniente que haya ciertas limitaciones en los derechos de retiro de fondos del depositante. Los depositantes podrían tener derecho a escoger entre una cuenta en la que tendrían pleno derecho a retirar sus fondos y a partir de la cual el banco se aseguraría fondos para comprar acciones en otras corporaciones, y una cuenta que limitara el derecho a retirar fondos y a partir de la

principio de “una acción, un voto”. Las acciones sin derecho a voto reducen el costo de establecer posiciones accionarias controladoras en una empresa, puesto que, al considerar el control directo de la gestión, sólo se debe tener en cuenta las acciones con derecho a voto. Aquellas sin derecho a voto, como la deuda, brindan un medio a través del cual los fondos pueden aumentarse sin diluir el paquete accionario con derecho a voto.¹⁵

Los argumentos relativos al interés público pueden enarbolarse tanto para favorecer como para oponerse a la opción de recurrir a acciones con derecho a voto con miras a obtener capital accionario. De igual modo, pueden enunciarse argumentos a favor y en contra de los múltiples obstáculos legales que impiden a algunos importantes conductos de capital un acceso fácil a los mercados accionarios. Sea cual fuere la verdad al respecto, no creo que el impacto de esos obstáculos legales relativos a las estructuras de propiedad y control haya sido apropiadamente considerado al evaluar su conveniencia social. Los problemas que generan para el control sugieren un novedoso declive en su utilización.

La protección que reciben los accionistas —como consecuencia de los requerimientos legales y de las protecciones a los accionistas pequeños a que está sujeta la empresa— incide también en la propiedad. En la medida que los accionistas dominantes puedan adoptar medidas unilaterales que les permitan que haya una transferencia de riqueza en su favor desde los accionistas minoritarios (o de los titulares de bonos), las dificultades para acumular capital a partir de fuentes difusas comenzarán a surgir. Por consiguiente, las empresas tenderán a ser más pequeñas con el fin de

cual el banco suscribiría con prestatarios acuerdos de préstamos a plazo. En términos hipotéticos, la segunda cuenta daría más intereses a los depositantes.

¹⁵ Puesto que quienes detentan posiciones menores en la estructura accionaria votante, incluso dentro de las corporaciones enlistadas en la Bolsa de Nueva York, no juegan un rol activo en la dirección de la corporación, su stock es de hecho un stock no votante en circunstancias normales. Pero siempre existe el potencial de una lucha por el control y, cuando se da alguna, el privilegio latente de votar que suponen las acciones no-controladoras se convierte en un problema de los propietarios que controlan la situación. A causa de ello, la presencia de acciones votantes de propiedad difusa eleva el costo de mantener una posición controladora en la estructura de propiedad de la corporación, un costo que no resultaría tan pesado si una fracción del paquete accionario de la firma pudiera elevarse a través de la venta de acciones no votantes. El valor del voto reflejará en sí una diferencia en el precio entre las acciones votantes y las no votantes, y, en la medida de esta diferencia, el costo de poseer acciones votantes habrá de aumentar incluso si el paquete accionario es incrementado también a través de la venta de acciones no votantes. Incluso en tal caso, la existencia de acciones no votantes

reducir la exposición al riesgo específico de la empresa, ya que las empresas pequeñas requieren de menor riqueza proporcional al grado de control adquirido. Las leyes estadounidenses aminoran el riesgo que recae sobre los accionistas minoritarios en sus tratos implícitos con los mayoritarios. El reparto de los dividendos ha de ser el mismo; se requiere la aprobación de la mayoría para las fusiones; se permiten leyes derivadas; se exigen métodos de contabilidad estándar, etc. Tales requisitos facilitan a las grandes empresas el uso de fuentes difusas de capital sin requerir aumentos proporcionales del capital aportado por los accionistas dominantes. Esto permite que las estructuras de propiedad de las grandes empresas sean menos concentradas que lo que sería preciso de otro modo, y tal vez contribuye a explicar la concentración relativamente baja de la propiedad que se detecta en las empresas estadounidenses. Por consiguiente, un buen sistema de protección a los accionistas pequeños ayuda a los países más pobres a mantener empresas más grandes de lo que sería posible si los accionistas minoritarios quedaran a merced de los accionistas dominantes.¹⁶

Posesión de riqueza vs. adquisición de riqueza

El problema del control otorga a la riqueza una fuente de productividad distinta a la que se suele considerar en los textos de economía. En efecto, se reconoce que la posibilidad de *adquirir* riqueza es un poderoso incentivo que estimula a la gente a realizar esfuerzos y soportar riesgos, pero en principio ello debiera diferenciarse de la productividad que supone el mero hecho de *tener* riqueza. Los sistemas de compensación adecuadamente diseñados, incluyendo los incentivos salariales por la administración

hace posible mantener una posición controladora más barata en las grandes corporaciones, en circunstancias normales.

¹⁶ No cabe dar sencillamente por sentado un sistema legal que proteja a los accionistas minoritarios. Argentina, por ejemplo, carece de un sistema de esa naturaleza. Los accionistas dominantes ocultan las utilidades de la empresa tanto en las cuentas internas nacionales como ante los accionistas minoritarios. Rara vez se pagan dividendos líquidos y la diferencia entre la auténtica ganancia y la liquidación de dividendos parece ir al bolsillo de los accionistas mayoritarios. Los pequeños inversionistas se han vuelto renuentes a aportar sus recursos, de lo cual resultan graves problemas financieros para las empresas que deben ser grandes para competir. El capital requerido por esas empresas debe provenir de inversores suficientemente grandes para que puedan resguardar sus propios intereses. El riesgo específico de la empresa aumenta el costo de adquisición de

y retención de los residuos pérdida-ganancia por los propietarios, son métodos a través de los cuales la adquisición de riqueza ayuda a resolver los problemas del control, pero la adquisición de una posición dominante entre el accionariado de las grandes empresas, frente al riesgo específico de la empresa, requiere que ciertas personas tengan desde ya un volumen considerable de riqueza. Si hay una cantidad adecuada de esas personas, pueden constituirse pequeños grupos suficientemente numerosos como para permitirle al país utilizar muchas empresas grandes, aun cuando los propietarios de esas empresas influyan en forma importante en la administración de las mismas. Esta función productiva de la posesión de riqueza se deriva del control de que gozan los propietarios y no necesariamente de la búsqueda de riqueza. Normalmente, los propietarios dominantes se guían por el afán de riqueza cuando ejercen ese control, pero este no es necesariamente el caso. El control se puede ejercer para que la empresa persiga objetivos distintos a la maximización de ganancias, en la medida que la riqueza de los accionistas dominantes les permita involucrarse en esta forma de consumo sobre la marcha. La riqueza, como un insumo existente, desempeña una función analíticamente distinta a la de la búsqueda de riqueza.¹⁷

El hecho de *tener* una distribución particular de la riqueza repercute también en la productividad de un modo distinto a como repercute la posibilidad de *adquirir* más riqueza que nuestros conciudadanos. Las distribuciones “demasiado desiguales” o “demasiado próximas a la igualdad” inhiben la posibilidad de que la sociedad disponga de empresas sujetas a un control efectivo. La relación funcional entre esta atenuación del problema del control, entendida como la variable dependiente, y la distribución de la riqueza, entendida como la variable causal, adopta la forma de una U invertida. El índice del nivel global de control que se ejerce debiera aumentar a medida que aumenta la desigualdad, alcanzado su máximo en algún nivel intermedio de desigualdad. Por ende, en el punto donde la desigualdad se vuelve tan grande que los pocos muy acaudalados ven

capital en mayor grado que si las leyes empresariales y aseguradoras protegieran al pequeño inversionista.

¹⁷ La productividad de la riqueza al atenuar el problema del control es similar a la función que ejerce la riqueza al reducir la aversión al riesgo que caracteriza a las decisiones que adoptan los individuos. Las personas acaudaladas, por ejemplo, presumiblemente porque se halla involucrada tan sólo una pequeña fracción de su riqueza, están más deseosas de experimentar con nuevos productos. A causa de esta reducción de la aversión al riesgo asociado al comportamiento consumidor, la riqueza genera información útil para otros, y especialmente para los no tan acaudalados, acerca de los nuevos productos. Sin la riqueza, la sociedad tendría presumiblemente mayor dificultad para evaluar los nuevos productos.

sobrepasada su capacidad de supervigilar atentamente sus inversiones, la función decrece.

Esta fuente singular de productividad que supone el disponer de riqueza, y de una distribución particular de la riqueza, significa que no es posible analizar de manera inteligente las políticas relativas a la riqueza sin hacer referencia a la producción. Esto se relaciona con la afirmación de J. S. Mill de que hay dos compartimientos conceptualmente distintos en los que se aplica una política. Uno de ellos se refiere a la asignación de recursos con fines competitivos. En dicho compartimiento, nos dice Mill, la política aparece constreñida por leyes fijas de producción. En el segundo compartimiento, relacionado con la distribución de riqueza, la política no está constreñida puesto que la distribución personal del ingreso no está sujeta a leyes económicas fijas. Mill se equivoca, y no sólo porque los incentivos que encierra la adquisición de riqueza sean importantes para la producción. Se equivoca también porque el hecho de tener riqueza es importante para el control de la empresa. Por las mismas razones, se equivocan Joan Robinson y otros economistas neorricardianos de Cambridge que toman a Sraffa (1960) más seriamente de lo que debieran y sostienen, como Lange y Lerner, que la distribución de la riqueza, a diferencia de la producción de riqueza, es una cuestión puramente política.

Las dos avenidas por las cuales la riqueza afecta las posibilidades productivas son a veces competitivas entre ellas. Es ampliamente reconocido que una política tributaria diseñada para lograr una distribución igualitaria de la riqueza tiene efectos adversos en materia de incentivos, pero igual cosa ocurre con una política diseñada para incrementar la desigualdad en la distribución de la riqueza. Ambas toman y dan de las personas sin considerar su productividad. Ambas entran en conflicto con los efectos (en términos de incentivos) que emanan del hecho de permitir que el esfuerzo laboral y la inventiva determinen los ingresos y, por ende, la riqueza. Desde la perspectiva restringida de lograr una solución adecuada al problema del control, no está claro si la distribución de la riqueza que surgiría del funcionamiento de mercados pura y simplemente privados sería demasiado desigual o demasiado igualitaria. Si suponemos que todas las personas son igualmente competentes y trabajadoras, sus esfuerzos pueden no redundar en una desigualdad demasiado leve como para resolver los problemas del control que se detectan en las grandes empresas (aunque eventos aleatorios podrían introducir desigualdades sustanciales cuando se enfrenta una competencia en pie de igualdad). Si suponemos que todas las personas difieren considerablemente en su pro-

ductividad, siendo unas pocas definitivamente más productivas que la mayoría, de ello se seguiría una distribución de la riqueza muy sesgada, y es probable que ese sesgo excesivo no contribuirá a resolver adecuadamente el problema del control de las grandes empresas. (Sin embargo, si las personas son tan acaudaladas que no pueden supervisar adecuadamente los usos que hacen de sus fondos, ellas mismas, o sus familias, tienen menos probabilidades de mantener sus posiciones de riqueza relativa a través del tiempo y en sucesivas generaciones. “En mangas de camisa por tres generaciones”, es el giro aplicable en este caso.) En ambos casos, dejando de lado las consideraciones mencionadas en el paréntesis, si se desea solucionar en mejor forma el problema del control, tal vez se necesite aplicar una política de impuestos de carácter redistributivo. En el primer caso, dicha política crearía una mayor desigualdad; en el segundo caso, crearía menos desigualdad. Ambas políticas distorsionarán los incentivos que brinda el mercado para adquirir riqueza, conduciendo, en el primer caso, en el que la política exagera la desigualdad, a un esfuerzo excesivo, y, en el segundo caso, a un esfuerzo demasiado pequeño. Tales distorsiones pueden resultar tan costosas para una sociedad que probablemente se opte por evitarlas y descansar por entero en la riqueza determinada por el mercado, renunciando a las grandes empresas o a buscar mejores soluciones a los problemas del control. Con todo, en principio, lo que se gana con una mejor solución al problema del control podría hacer que cierta distorsión de los incentivos del mercado fuese aceptable.

Sin embargo, la disponibilidad de riqueza y la adquisición de ella no son siempre competitivas entre sí. La mayor riqueza permite que el inversionista en capital pueda mantener una cartera diversificada aun cuando se ganen posiciones concentradoras de la propiedad en varias empresas grandes. Tan sólo unas pocas personas disponen de esa riqueza, pero más personas cuentan con suficiente riqueza para reducir, pero no eliminar el riesgo específico de la empresa a través de sus propias inversiones de propiedad concentrada. El riesgo específico de la empresa que aún en tal caso han de soportar es un impedimento incluso para reducir aún más la intensidad del problema del control. Para atenuar dicho impedimento, sería de provecho un método mediante el cual se pudiera ligar la adquisición de riqueza al hecho de sobrellevar un riesgo específico de la empresa. Los mercados altamente organizados tienden a socavar la posibilidad de establecer ese vínculo. Las tasas de retorno de la propiedad accionaria pueden vincularse positivamente con el riesgo sistemático, pero no con el riesgo específico de la empresa. La diversificación de la cartera de inversión reduce el riesgo específico de la empresa que los accionistas soportan, y esa diversificación se da con tal facilidad que debería eliminarse

toda recompensa por sobrellevar un riesgo específico de la empresa deba ser eliminada. Basándose en este razonamiento, el retorno a los accionistas que tienen posiciones menores entre el accionario de varias empresas no entraña ninguna compensación al riesgo específico de la empresa, pero los accionistas en posiciones controladoras entre los accionistas negocian los precios en el mismo mercado que los accionistas minoritarios; por consiguiente, los accionistas dominantes no son compensados por sobrellevar el riesgo específico de la empresa.

Sin embargo, hay un método de compensación que establece un nexo apropiado, pero que no opera abiertamente. Los accionistas con posiciones dominantes entre el accionariado de sus empresas disfrutan de un acceso privilegiado a la información interna, acceso que se niega a los extraños y accionistas minoritarios. Basándose en este conocimiento especial y en la importancia de las decisiones oportunas en las transacciones bursátiles, los accionistas dominantes pueden calendarizar las compras y ventas de acciones de modo de recibir un mayor retorno que los extraños y los accionistas minoritarios. Para adquirir riqueza de este modo, los inversionistas requieren poseer importantes posiciones entre el accionariado, y para adquirir tales posiciones necesitan de riqueza. El sistema de incentivos que brindan las transacciones internas permite adquirir riqueza y poseer riqueza para reforzar a cada parte y mejorar el problema del control (Demsetz, 1986). No hay ganancia sin algún costo. La tolerancia de las transacciones internas crea un problema de agencia entre los accionistas minoritarios y los mayoritarios. La solución de este problema puede tolerar, sin embargo, una cantidad positiva de transacciones internas. Supongamos, hipotéticamente, que los accionistas minoritarios y mayoritarios diseñan un estatuto corporativo que reconoce plenamente todos los efectos de la transacción interna. Tales efectos incluirían los problemas de agencia entre los accionistas mayoritarios y los minoritarios y el problema de agencia entre los accionistas y la administración de la empresa. El estatuto eficiente no contemplará, por lo general, una “solución parche” que tan sólo redujera los problemas de directorio pero no los restantes. Incluiría cierta tolerancia a la transacción interna, pues, desde la perspectiva de los accionistas minoritarios, es preferible perder algo en favor de los accionistas mayoritarios —que negocian basándose en la información al interior—, con el fin de reducir la severidad del problema de agencia de la planta profesional.

Referencias bibliográficas

- Bergstrom, C. y Rydqvist, K. "The Determinants of Corporate Ownership. An Empirical Study on Swedish Data". *Journal of Banking and Finance*, 14 (1990), pp. 255-269.
- Berle, A. A. y Means, G. C. *The Modern Corporation and Private Property*. Nueva York: Macmillan, 1933.
- Clyde, P. S. "The Institutional Investor as an Effective Monitor of Management". Tesis doctoral no publicada, Universidad de California en Los Ángeles (UCLA), 1990.
- Demsetz, H. y Lehn, K. "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences". *Journal of Political Economy*, diciembre 1985, pp. 1155-1177.
- Demsetz, H. "Corporate Control, Insider Trading, and Rates of Return". *American Economic Association: Papers and Proceedings* 76:2 (mayo 1986), pp. 313-316.
- Fama, E. y Jensen, M. "Agency Problems and Residual Claims". *Journal of Law and Economics* (1983), pp. 327-25.
- Galbraith, J. K. *The New Industrial State*. Boston: Houghton Mifflin, 1967.
- Gerson, J. "The Determinants of Corporate Ownership and Control in South Africa". Tesis doctoral no publicada, Universidad de California en Los Ángeles (UCLA), 1992.
- Gibrat, R. *Les Inequalities Economiques*. París: Recueil Sirey, 1931.
- Ijiri, Y., y Simon, H. A. *Skew Distributions and the Sizes of Business Firms*. Amsterdam: North Holland, 1977.
- Jarrell, G., Brickley, J., y Nett, J. "The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980". *Journal of Economic Perspectives* (1988), pp. 49-86.
- Leijonhufvud, A. "Capitalism and the factory system". R. N. Langlois (compilador), *Economics as a Process; Essays in the New Institutional Economics*. Cambridge: Cambridge University Press, 1985.
- Mitchell, M. y Lehn, K. "Do Bad Bidders Become Good Targets?". *Journal of Political Economy* (abril 1990), pp. 372-398.
- Prowse, S. D. "Institutional Investment Patterns and Corporate Financial Behavior in the United States and Japan". *Journal of Financial Economics* 1-24 (1991).
- , "The Structure of Corporate Ownership in Japan". Manuscrito inédito (1991).
- Robinson, J. *The Economics of Imperfect Competing*. Londres: Macmillan & Co., 1933.
- Roe, Mark J. "A Political Theory of American Corporate Finance". *Columbia Law Review* (1991), pp. 31-53.
- Shleifer, A. y Vishny, R. "Large Shareholders and Corporate Control". *Journal of Political Economy*, 94 (1986), pp. 461-488.
- Smith, A. *The Wealth of Nations* [1776]. The Glasgow Edition, 1979, compilado por R. H. Campbell y A. S. Skinner Cannan, p. 741.
- , *The Wealth of Nations*. Nueva York: Modern Library, 1937, pp. 713-714.
- Sraffa, P. *Production of Commodities by Means of Commodities*. Cambridge: Cambridge University Press, 1960.
- Sundqvist, S. *Owners and Power in Sweden's Listed Companies*. Estocolmo: Dagens Nyheter Forlag, 1986. □