

# Construyendo un Imperio

## ¿Por que los ejecutivos realizan adquisiciones?

Investigación de Judith Chevalier

**Los ejecutivos raramente alardean de los imperios de negocios que han achicado y disminuido en tamaño y alcance. Incluso en la era de las reducciones de tamaño, muchos ejecutivos desean expandir y diversificar las operaciones de sus negocios – a veces incluso a expensas de los accionistas. ¿Pero por qué? Si los administradores abandonan los intereses de los accionistas en orden de construir imperios, ¿cuáles son los beneficios privados que obtienen los gerentes por controlar firmas más grandes?**

La mayoría de las personas asumen que el principal beneficio es un aumento en la compensación y salario. Pero Judith Chevalier, profesora de economía en la escuela de negocios de la Universidad de Chicago, y sus coautores Christopher Avery de la universidad de Harvard y Scott Schaefer de la Universidad de Northwestern, descubren que un mayor salario no es la razón de fondo.

En una investigación reciente publicada en el *Journal of Law, Economics and Organizations*, titulada “¿Por qué los ejecutivos realizan adquisiciones? Un análisis de las recompensas internas y externas de las adquisiciones”<sup>1</sup>, Chevalier y sus coautores se preguntan: ¿qué incentivos tienen los administradores para realizar adquisiciones que no son en el mejor interés de los accionistas? Encuentran que el principal beneficio en construir un imperio reside en ganar los activos más intangibles del prestigio y poder.

Según Chevalier, “nuestros descubrimientos no apoyan el argumento de que los gerentes generales tienen un incentivo a buscar adquisiciones en orden de aumentar sus propias compensaciones. Pero los resultados ayudan a apoyar la tesis de que los gerentes generales tienen un incentivo a buscar adquisiciones para aumentar su prestigio y sobresalir en la comunidad de negocios”.

### Recompensas de la construcción de imperios

Para responder a la pregunta de por qué los ejecutivos realizan adquisiciones, Chevalier y sus coautores examinaron dos beneficios privados que podrían obtener los ejecutivos que realizan adquisiciones: compensación y prestigio.

Ambas motivaciones para desarrollar adquisiciones han sido repetidamente articuladas por los académicos. A pesar de la prominencia de la afirmación de que las adquisiciones son premiadas con una mayor compensación, ha habido relativamente pocos estudios por parte de los economistas que comparen las compensaciones de los ejecutivos que compran otras firmas con los que no. Más aún, no ha habido virtualmente ningún esfuerzo académico para medir el grado en el cual tales adquisiciones afectan el prestigio de los ejecutivos, quizás debido a la dificultad de medir la prominencia social y el poder.

---

<sup>1</sup> "Why Do Managers Undertake Acquisitions? An Analysis of Internal and External Rewards for Acquisitiveness"

En primer lugar, los autores probaron la hipótesis de que los ejecutivos aumentan sus salarios por realizar adquisiciones.

Compilando una base de datos comprensiva, los autores estudiaron el efecto de las adquisiciones de una firma en la carrera subsiguiente de su gerente general. Examinaron los cambios en salarios relacionados con todas las adquisiciones valoradas en más de \$25 millones realizadas por ejecutivos, de acuerdo al Forbes Compensation Survey en 1986, 1987 y 1988.

Según Chevalier, “no encontramos evidencia de que los gerentes generales aumenten sus salarios o sus bonos por realizar una adquisición. Además, el efecto de las adquisiciones en las compensaciones no depende de si la adquisición aumentó la riqueza de los accionistas o no, o de si la adquisición diversificó la línea de negocios o no”.

A continuación, los autores examinaron la hipótesis de que los ejecutivos pueden ganar poder, prestigio y sobresalir en la comunidad de negocios al comprar otras firmas.

Para poder medir el aumento en prestigio, los autores se enfocaron en una medida objetiva: el número de directorios que el ejecutivo mantenía en compañías no asociadas.

De acuerdo con Chevalier, “¿los ejecutivos realizan adquisiciones para obtener más directorios fuera de su compañía? Yo creo que sí. La idea es que el número de directorios ofrecidos a un ejecutivo refleja lo que la comunidad de negocios piensa acerca de las habilidades y competencia de esta persona”.

Usando la información del estudio de compensación, los autores examinaron si era más probable que los gerentes generales obtuvieran más directorios en el periodo 1986-1991 si es que realizaban adquisiciones.

Chevalier reporta, “los gerentes que completaron adquisiciones tenían muchas más probabilidades de obtener directorios externos que aquellos que no completaron adquisiciones. Nuestros resultados apoyan el argumento de que los ejecutivos tienen un incentivo a realizar adquisiciones para incrementar su prestigio y sobresalir en la comunidad de negocios”.

De los 215 ejecutivos que no realizaron adquisiciones en la muestra, el 27 por ciento ganó uno o más directorios, mientras que el 31 por ciento perdió uno o más directorios. En cambio, de los 131 ejecutivos que realizaron adquisiciones, el 41 por ciento obtuvo más directorios, mientras que solamente el 19 por ciento perdió directorios.

Además, los autores demuestran que es menos probable que los ejecutivos que realizaron adquisiciones sean reemplazados (controlando por otros aspectos del desempeño de la firma). Estos resultados son preliminares, pero consistentes con la teoría de Robert Vishny, profesor de finanzas de la Universidad de Chicago, y de Andrei Shleifer de la Universidad de Harvard, que dice que los ejecutivos realizan adquisiciones para atrincherarse y protegerse a sí mismos.

Un detalle a considerar, a pesar de que las estimaciones de compensaciones sugiere que el salario y los bonos de los ejecutivos no son sensibles a las adquisiciones hechas por el ejecutivo, esto no significa que las adquisiciones no tengan consecuencias sobre la

riqueza del ejecutivo; las acciones y las opciones en general representan una porción substancial de la remuneración del ejecutivo. Claramente, un ejecutivo cuya riqueza está fuertemente vinculada al precio de la acción de su compañía percibirá parcialmente los efectos que sus decisiones tienen sobre los accionistas de la compañía. Mientras que los autores no tienen información acerca de las tenencias en acciones y de opciones, este hecho no representa una limitación importante en su estudio. Ellos están solamente interesados en las dimensiones en las cuales los intereses de los ejecutivos difieren de los intereses de los accionistas.

### **Valor del directorio**

Según Chevalier, “los resultados contradicen la visión de que los comités corporativos de compensación son tan ingenuos y/o controlados por la administración, que compensan actividades que no son en el mejor interés de los accionistas”.

Esto todavía no responde la pregunta: ¿por qué los ejecutivos que realizan adquisiciones obtienen un número desproporcionado de directorios en terceras compañías? Quizás los ejecutivos ganan conexiones, habilidades y experiencias al realizar una adquisición, aumentando el atractivo de esta persona como director. El completar una adquisición exitosa puede servir como una señal a la comunidad de negocios de que ese ejecutivo en particular tiene la habilidad de administrar una compañía grande y diversificada, y que puede realizar contribuciones importantes como un asesor en otras compañías.

Según Chevalier, “nuestros resultados sugieren que sería beneficioso aprender más acerca del proceso de selección de directores externos. Nuevas investigaciones debieran enfocarse en como son elegidos los directores externos, cuánto valoran tales posiciones los ejecutivos, y que acciones, además de las adquisiciones, pueden aumentar la probabilidad de obtener más directorios”.

*Judith Chevalier es profesor auxiliar de economía en la escuela de negocios de la Universidad de Chicago.*