

# Tener y Mantener

**En promedio, hoy en día la propiedad de los ejecutivos y directores en las firmas transadas públicamente es más alta que a comienzos del siglo 20**

Investigación de Randall S. Kroszner

Casi siete décadas han pasado desde la publicación de Adolf Berle y Gardiner Means “La Corporación Moderna y la Propiedad Privada”. No obstante, el tema de la propiedad y control de la firma todavía genera gran cantidad de literatura y discusión pública. En 1932, Berle y Means advirtieron que la separación de la propiedad y del control podría destruir las fundaciones económicas en las cuales el capitalismo americano fue construido. Ellos creían que la creciente separación de la propiedad y el control era inherente al desarrollo del capitalismo. Otros expresan preocupación de que una amplia variedad de incentivos fiscales, políticas anticompetitivas, regulaciones y presiones políticas, más que cualquier otra cosa inherente al capitalismo, daría lugar a administradores poderosos y a dueños débiles.

Sin embargo, poca evidencia sistemática ha sido usada para investigar la presunción común de que la propiedad por parte de los administradores ha disminuido en el tiempo y que su bajo nivel es una característica de la corporación moderna. La investigación reciente de Randall Kroszner, profesor de economía en la escuela de negocios de la Universidad Chicago, demuestra lo contrario. Junto con Clifford Holderness del Boston College y Dennis Sheehan de la Pennsylvania State University, Kroszner publicó un estudio en el Journal of Finance en abril de 1999 titulado “¿Eran los Buenos Viejos Tiempos tan Buenos? Cambios en la Propiedad Accionaria de los Administradores desde la Gran Depresión”<sup>1</sup>.

Los autores encontraron que la propiedad de los administradores en las firmas públicamente transadas es mayor hoy que en 1935. El porcentaje promedio de la propiedad de una compañía poseída por parte de los administradores y directores de una compañía como grupo subió a un 21 por ciento en 1995 desde un 13 por ciento en 1935. Las tenencias promedio se duplicaron a un 14 por ciento desde un 7 por ciento. Mientras que las firmas muy grandes tienen porcentajes similares de propiedad en ambos períodos, el promedio ponderado firma-tamaño es más alto en 1995. En términos de dólares de 1995, hoy en día, las tenencias promedio de los administradores son cuatro veces más altas, subiendo a \$73 millones desde \$18 millones, y este aumento es cierto a través de firmas de todos los tamaños.

## Tomando una Visión más Profunda

Puesto que se sabe poco acerca de cómo las estructuras del gobierno corporativo han cambiado en el tiempo y de las fuerzas detrás de esos cambios, los autores utilizaron una comparación a largo plazo para tratar un número de temas importantes. Compararon una

---

<sup>1</sup> “Were the Good Old Days that Good? Changes in Managerial Stock Ownership Since the Great Depression”.

sección transversal de aproximadamente 1.500 firmas transadas públicamente de los EE.UU. en 1935 contra más de 4.200 firmas transadas en bolsa en 1995.

En primer lugar, Kroszner y sus colegas documentaron cómo las características de las firmas y de los administradores han cambiado en la medida en que la economía, el sistema financiero y las regulaciones han evolucionado. Descubrieron que la información de propiedad ha sido reportada en forma similar en 1935 y en 1995. Aunque el tamaño medio real de las firmas transadas públicamente modernas es mucho más grande, el tamaño promedio del equipo de la alta gerencia y por lo tanto, el número de los individuos que reportan datos de la propiedad, ha mostrado pocos cambios. Además, el aumento en propiedad no está restringido a industrias específicas sino que ocurre a través de todas las categorías de industrias.

En segundo lugar, la comparación a largo plazo proporciona la oportunidad única de examinar tres hipótesis alternativas acerca de cómo los costos y las ventajas de la propiedad de los administradores han cambiado. La propiedad de los administradores es solamente uno de los muchos mecanismos que pueden ser utilizados para tratar el problema de agencia para alinear los incentivos de la gerencia con los de los dueños. Por lo tanto, los autores examinan una hipótesis alternativa de que la mayor propiedad directiva ha sido acompañada por una menor confianza en otros métodos de control corporativo. Ellos no encontraron ninguna evidencia de que la propiedad por parte de los administradores esté reemplazando a mecanismos alternativos, tales como pagos basados en incentivos, supervisión del directorio, el mercado para el control corporativo o la competencia de mercado de los productos. Todos estos mecanismos parecen ser utilizados en un nivel de intensidad similar o mayor al de hace 60 años.

La siguiente hipótesis que los autores consideran es la relación entre el funcionamiento de la firma y el nivel de propiedad de la administración. De acuerdo a su estudio, la relación entre los niveles de la propiedad interna y el funcionamiento no ha cambiado perceptiblemente en el tiempo. Hoy en día, los accionistas no tienen mayores incentivos a los que tuvieron sus contrapartes en los años 30 para inducir a los administradores a cambiar la cantidad de acciones que poseen de acuerdo a la idea de que una mayor propiedad daría lugar a un mejor funcionamiento.

Finalmente, los autores examinan los efectos de características específicas a la firma, tales como tamaño y regulaciones, en el nivel de la propiedad interna en 1935 y 1995. En ambos períodos, las firmas grandes y las firmas reguladas tienden a tener una menor propiedad interna. Además, para ambos períodos, la propiedad interna disminuye con la antigüedad de la firma.

### **Cambios en mercados financieros**

En contraste con los factores mencionados, los autores encontraron que el efecto de la volatilidad del mercado en la propiedad de los administradores es muy diferente en 1935 y en 1995. Los mercados financieros hace 60 años eran más volátiles que hoy, lo que ayuda a explicar el menor nivel de propiedad interna en los años 30.

Las innovaciones financieras también han reducido los costos de cobertura tanto para los administradores como para las firmas. La capacidad de diversificar riesgos en capital humano y financiero es hoy mucho mayor que en los años 30. Las técnicas modernas de

la administración de riesgos también se pueden utilizar para reducir los riesgos de las firmas más allá del control de la gerencia. Esto permite que el funcionamiento sea una señal más precisa de la capacidad directiva y puede realzar la voluntad de administradores de poseer propiedad en sus propias firmas, según los autores.

Estos progresos en conjunto con una declinación general en la volatilidad, han bajado los costos a los administradores de poseer participaciones importantes en sus firmas. Pero los menores costos de poseer participaciones más grandes pueden producir una espada de doble filo para la disciplina de la gerencia.

En la medida en que la propiedad de los administradores aumenta, hay más presión en la gerencia de incrementar el desempeño. Los buenos administradores cosecharán incluso mayores recompensas de sus esfuerzos, dando por resultado una productividad creciente, costos más bajos y mayor innovación. Sin embargo, una alta propiedad por parte de los administradores, puede ser utilizada por los gerentes para atrincherarse y reducir la probabilidad de una toma de posesión por parte de otra compañía. Hoy en día, con un control corporativo más activo que hace 60 años, los administradores pueden tener incentivos a aumentar su propiedad para alcanzar el mismo nivel de protección que tenían antes. Innovaciones tales como swaps de acciones para ejecutivos permiten a los gerentes mantener derechos de voto mientras que al mismo tiempo los protege contra los movimientos en el precio de las acciones. Además, si el mercado corporativo de control proporciona menos disciplina para las firmas más grandes, la motivación para los internos de poseer una mayor propiedad en estas firmas se reduce.

Los efectos de la volatilidad y el desarrollo de los mercados financieros en los costos de la propiedad interna han sido pasados por alto en gran medida en las discusiones sobre las reformas a los sistemas financieros y al gobierno corporativo. Tomar esta relación en cuenta es particularmente importante en las economías emergentes y en transición, en donde la volatilidad y el desarrollo de los mercados financieros pueden estar más cerca a los de los Estados Unidos a comienzos del siglo 19 que al de hoy.

Mientras que puede ser que sea fácil mirar a estos mercados emergentes y decidir que la propiedad por parte de los administradores puede estar en el camino correcto, éste no es siempre el caso. Como mostró la reciente crisis financiera en Asia, una mayor propiedad interna no es necesariamente mejor. Hay costos y ventajas que necesitan ser sopesados y considerados.

Sin embargo, en los Estados Unidos, el desarrollo de teorías financieras y de los mercados ha permitido más opciones de gobierno corporativo. Como los autores de este estudio han probado, la noción de que la separación de la propiedad y del control corporativo ha empeorado en el tiempo, simplemente no es verdad. Los buenos viejos tiempos están aquí para quedarse.

*Randall S. Kroszner es profesor de economía en la escuela de negocios de la Universidad de Chicago. "¿Eran los Buenos Viejos Tiempos tan Buenos? Cambios en la Propiedad Accionaria de los Administradores desde la Gran Depresión", ganó el premio Brattle para el mejor ensayo en finanzas corporativas publicado en el Journal of Finance en 1999.*