

¿COMETEN LOS EMPRENDEDORES ERRORES PREDECIBLES? TESTIMONIO DE DESINVERSIONES CORPORATIVAS (·)

Peter G. Klein y Sandra K. Klein

Después de un tiempo de calma a principios de los años 90, el mercado para el control de las empresas se volvió activo en forma acelerada hacia el final de la década. Los años 1996 y 1997 establecieron nuevos records en los pedidos de fusiones de empresas en USA y los años 1998, 1999 y 2000 trajeron un alto perfil de “mega-fusiones” en los servicios financieros, energía, telecomunicaciones, industrias farmacéutica y automotor. Sólo en bancos, por ejemplo, la ola de fusiones durante la última década ha conducido a una amplia reestructuración y consolidación del sector. Mientras el total de la actividad industrial continúa su expansión el número de bancos de USA y organizaciones bancarias cayeron un 30% entre 1988 y 1997 (Berger, Demsetz y Strahan 1999)

Como otras prácticas comerciales que no constituyen un modelo de competencia establecido en los libros de texto, las fusiones, adquisiciones y reestructuración financiera han sido vistos desde hace tiempo con suspicacia por algunos comentaristas y autoridades regulatorias. Sin embargo, la literatura académica claramente sugiere que las reestructuraciones empresarias, en promedio, crean valor. En el estudio de los hechos en los casos de adquisiciones se encuentra en forma consistente un retorno promedio positivo para los adquirentes y los accionistas de la empresa objetivo. Como ha sido resumido por Jensen (1991, p. 15) “la más cuidadosa investigación académica sugiere fuertemente que las adquisiciones - junto con una reestructuración apalancada inspirada por el riesgo de toma de posesión han generado grandes beneficios para los accionistas y para la economía en su conjunto”. Estas ganancias, históricamente alrededor de un 8% del valor combinado de las compañías que se fusionan, “representan ganancias para la eficiencia económica, no redistribución entre varias partes”. (Jensen 1988, p. 23) (1)

Simultáneamente, sin embargo, varios estudios han encontrado una profunda divergencia entre las expectativas de los participantes del mercado anteriores a la fusión sobre la actuación posterior de las firmas fusionadas y la valuación real de la firma. Ravenscraft y Scherer (1987) en su estudio a gran escala de empresas manufactureras, por ejemplo, encontraron que mientras los precios de las acciones de las empresas que se fusionan, en promedio, aumentan con el anuncio de la propuesta de reestructuración, el valor posterior a la fusión es de poca importancia. Ciertamente ellos encuentran que casi un tercio de todas las adquisiciones durante los años 60 y 70 fueron eventualmente objeto de desinversiones. Ravenscraft y Scherer concluyen que las adquisiciones, particularmente las adquisiciones diversificadoras, típicamente promueven la construcción de un “edificio imperial” de gerenciamiento más que eficiencia. Mientras se reconoce que mercados de productos y capital eventualmente disciplinan a empresas que tienen una actuación muy deficiente, forzando desinversiones y otras reestructuraciones, Ravenscraft y Scherer (p. 217) reclaman por más fuertes restricciones gubernamentales sobre las fusiones, particularmente en aquellas que diversifican sus

adquisiciones y las adquisiciones financiadas con acciones: “Cuando los caminos están sembrados por restos de un accidente, los funcionarios del gobierno no pueden expresar satisfacción porque los remolcadores, ambulancias y coches fúnebres están haciendo un buen trabajo removiendo los restos y limpiando el derecho de paso”.(2)

Implícita en esta crítica está la idea que las desinversiones de los previamente adquiridos activos exponen errores del pasado, y que estos errores deberían haber sido anticipados (y quizás prevenidos, si los reguladores hubieran estado suficientemente facultados para ello.) Algunos tipos de adquisiciones, se dice, son propensas a ser luego desinvertidas por lo cual los gerentes deben evitarlas. Si dichas adquisiciones ocurren, después son citadas como evidencia por tener amplios problemas de gestión. En este sentido, la ola de toma de posesión de los años 80 es típicamente interpretada como un “deshacer” de la más temprana ola de fusiones de conglomerados de los años 60 y principios de los 70. De acuerdo con la sabiduría popular, los años 80 fueron un período de re-especialización o “re-enfoque”, mostrando las fallas de la diversificación no relacionada. Por lo tanto las tres décadas que median desde 1960 hasta 1990 significan “un viaje redondo de la corporación americana” (Shleifer y Vishny, p. 54).

Esta visión está parcialmente basada en evidencia proveniente de los estudios sobre el período de conglomerados hecho por Rumelt (1974, 1982), Ravenscraft y Scherer (1987, 1991), Porter (1987), Kaplan y Weisbach (1992) y otros que no encuentran evidencia que la diversificación no vinculada haya aportado beneficios de largo plazo a las firmas que se diversificaron.(3) Combinado con evidencia de retornos negativos de los mercados accionarios por diversificación durante los años 80 - (Bhagat, Shleifer y Vishny 1990; Lang y Shulz 1994; Berger y Ofek 1995; Comment y Jarrell 1995), muchos observadores concluyen que la diversificación no afín es “*per se*” ineficiente y que la era de los conglomerados es mejor entendida como un fenómeno de gestión.

La sabiduría popular sobre la liquidación de conglomerados puede ser atacada en, por lo menos, cuatro terrenos. Primero, la diversificación de activos previamente adquiridos no necesariamente muestra que las adquisiciones originales fueron erróneas. Weston (1989) argumenta que las diversificaciones ocurren por una variedad de razones, tales como cambios en estrategias corporativas y reglas antimonopolio y no necesariamente están vinculadas con un deficiente desempeño. Kaplan y Weisbach (1992) estudiaron 217 grandes adquisiciones concluidas entre 1971 y 1982, encontrando que mientras el 43,9 por ciento había sido desinvertidas para 1989, sólo alrededor de un tercio de estas lo fueron en respuesta a pobres actuaciones posteriores a las fusiones.(4) Así que el mero hecho que varias adquisiciones sean después desinvertidas no prueba la existencia de una amplia inconducta a nivel gerencial.

Segundo, el mercado por el control corporativo está ya altamente regulado y es difícil extraer conclusiones firmes de las actuales y recientes experiencias sobre como podrían funcionar los mercados de capital. Por ejemplo, Ravenscraft y Scherer (1987, 1991), Porter (1987), y otros críticos proponen secuencias particulares de reestructuraciones eficientes e ineficientes: diversificaciones, adquisiciones de imperios en los años 60 y principios de los 70, y luego las eficientes desinversiones de los 80. Pero, ¿porqué los emprendedores cometen errores sistemáticos durante el período de los conglomerados, pero no más tarde? ¿Puede ser que cambios en los ambientes legal, político y regulatorio produzcan cierto tipo de errores durante períodos específicos?.

Tercero, aún si las desinversiones son vistas como errores anteriores, la falla de una adquisición en particular no necesariamente indica una falla en la estrategia diseñada para la adquisición. Algunos tipos de adquisiciones - por ejemplo adquisiciones de empresas de conocimiento intensivo, industrias de alta tecnología - pueden ser por ello mismo más riesgosas que otras. Si los retornos de una exitosa integración de actividades en la empresa objetivo con las existentes de la adquirente son suficientemente altos, entonces la adquisición tiene esperanza de valor positivo, aún si tiene más riesgo de fracasar que otra más segura. Las adquisiciones para diversificar representan experimentos, en los que las empresas intentan varias combinaciones de negocios, buscando aquellas que se ajustan a sus capacidades (en el sentido que le dan Penrose 1959; Nelson y Winter 1982; y Wernerfelt 1984). Después de aprender sus capacidades, las empresas desinvierten en aquellas adquisiciones que resultaron en pobres uniones. En este sentido, las desinversiones reflejan experimentos exitosos - el adquirente ha aprendido que de la industria objetivo no es buena para unirla a sus capacidades. Estas empresas “buscadoras de uniones” adquirirán y desinvertirán activamente a través del tiempo.(5)

Este artículo elabora una cuarta interpretación “austriaca” de desinversiones corporativas, una que se basa en las tres recién comentadas. Los escritores austriacos ven la competencia de los mercados como un proceso dinámico, competitivo que gradualmente se manifiesta a través del tiempo - un “procedimiento de descubrimiento”, en la famosa frase de Hayek (1978). El futuro trae sorpresas genuinas, no solamente un cerrado conjunto de eventos cuyas probabilidades son desconocidas. Desde esta perspectiva, el éxito a largo plazo de una adquisición, como de muchas otras acciones empresarias, no puede ser “previsto”. Los empresarios se apoyan en su juicio, o lo que Mises (1966) denomina comprensión. Ese acto de entendimiento es intuitivo, subjetivo y cualitativo y por ello inherentemente imperfecto. Por esta razón, las desinversiones o bajos desempeños de subunidades pueden ser vistas como respuestas eficientes a cambios no previstos en la industria o condiciones regulatorias, o generalizando aún más, a juicios desacertados tomados por emprendedores deseosos de obtener ganancias. La viabilidad “*ex-post*” no es un buen indicador de eficiencia “*ex-ante*”.

Comenzamos con la teoría de “empresarialidad” propuesta por Mises (1966) considerándola como un desafío a las desinversiones de las compañías. Luego presentamos evidencia empírica que el desempeño a largo plazo de adquisiciones corporativas no puede ser, en general, predecible por medidas de conflicto de gestión. En vez de ello, las desinversiones en activos previamente adquiridos son posibles cuando las firmas están experimentando, aprendiendo o en cualquier otra forma tratando de negociar con la incertidumbre sobre futuras condiciones. También mostramos que adquisiciones equivocadas son más probables bajo determinadas situaciones, a saber durante períodos de intensa actividad regulatoria de una industria específica. Nuestra propia investigación sobre reestructuración (Klein y Klein 2001) muestra que altas tasas de desinversión ocurren a continuación de fusiones ocurridas en conjunto con otras fusiones de una misma industria. Como discurren Mitchell y Mulherin (1996), Andrade y Safford (1999), y Andrade, Mitchell y Stafford (2001), las fusiones se producen frecuentemente en agrupamientos de alguna industria, sugiriendo que las adquisiciones son conducidas en parte por factores específicos de la industria tales como bruscos cambios regulatorios.

Cuando una industria es regulada, desregulada o re-regulada, los cálculos económicos son más difíciles de realizar y la actividad emprendedora se traba. No debería sorprender que bajo estas circunstancias sea más probable la pobre actuación de largo plazo.

Este último resultado es consistente con la visión, expresada repetidamente en la literatura austriaca, que los errores de los emprendimientos están asociados con la intervención gubernamental en el mercado - en particular, con los bienes del Estado y la interferencia en el sistema de precios. Mises (1990), renombradamente, demostró que el cálculo económico no es posible sin propiedad privada en todos los mercados, principalmente en mercados de factores de la producción. La bibliografía austriaca sobre el ciclo de negocios (Mises 1934; Hayek 1935; Garrison 2001) sugiere que los errores de los emprendedores son más comunes bajo políticas de expansión del crédito promovidas por el gobierno. Este artículo trata sobre un tema relacionado: las decisiones empresariales de efectuar adquisiciones de las que luego se lamentará, y desinvertirá, son posibles inmediatamente después de la intervención gubernamental en algunas industrias en particular.

El resto del artículo está organizado de la siguiente forma. La primera sección revisa la literatura austriaca sobre emprendedores, incertidumbre y cálculo económico; sugiriendo que el éxito “ex-post” de las acciones emprendedoras no puede predecirse sobre la base de información comúnmente disponible. La segunda sección introduce la teoría reciente y evidencia sobre las razones para fusiones y desinversiones, contrastando dos puntos de vista opuestos sobre las liquidaciones: construcción de imperio y experimentación. La tercera sección revisa algunas observaciones empíricas sobre la desinversión por causas previas a la adquisición, desafiando la explicación generalmente aceptada de construcción de imperio. La sección final concluye.

Empresarialidad, ganancias y pérdidas

La empresarialidad, tal como la concibe Mises (1966) es el acto de soportar la incertidumbre. La producción demanda tiempo, por lo que los emprendedores deben comprar factores de producción en el presente (abonando los precios de hoy, que son conocidos), en anticipo de ingresos por la venta futura del producto (a los valores de mañana, que son inciertos). La ganancia o pérdida del emprendimiento es la diferencia entre estos ingresos y el desembolso inicial, descontado la tasa general de interés. Como tal, ganancia es la recompensa por haber afrontado una situación de incertidumbre. Los emprendedores exitosos o “promotores” en la terminología de Mises son aquellos que producen pronósticos confiables de precios futuros y reciben retornos mayores que sus desembolsos. Aquellos cuyos pronósticos son menos confiables generan quebrantos. Los promotores que consistentemente efectúan pobres pronósticos rápidamente se encuentran imposibilitados de asegurar ningún recurso para inversión y eventualmente abandonan el mercado.

Este emprendedor-promotor está ausente de los modelos en libros de texto sobre el equilibrio general competitivo, en los cuales la incertidumbre es redefinida, siendo reemplazada por el riesgo probabilístico. En estos modelos es posible anticipar cuales acciones, en promedio, podrían ser redituables. En un mundo de “verdadera” incertidumbre (estructural más que paramétrica) sin embargo, las oportunidades de ganancias no existen “afuera”, esperando a alguien decidido a realizar una acción

específica. En cambio, las oportunidades de beneficios son creadas a través de acciones empresariales. Tal como se enfatiza en una rama de la moderna literatura austriaca, la habilidad emprendedora no es simplemente suerte o “viveza” para reconocer oportunidades de ganancias que se aparecen, ex nihilo, al descubridor. Más bien, emprendimiento es juicio: “Estado de alerta es la calidad mental de estar en la búsqueda de algo nuevo; juicio es el proceso mental de asignar relevancia a aquellas cosas que ya conocemos” (High 1982, p. 167). En este contexto,

promotores-emprendedores son aquellos que buscan obtener beneficios por medio de la promoción activa de cambio. No están conformes con pasivamente ajustar sus actividades a cambios previsibles o cambios que ya han ocurrido en las mismas circunstancias; en vez de ello consideran el cambio en sí mismo como una oportunidad de mejorar sus propias condiciones y agresivamente intentan anticiparse a los hechos y explotarlos. (Salerno 1993, p. 123; ver también Hulsman 1997).

Todos los emprendedores, principalmente aquellos que operan en mercados financieros utilizan cálculos económicos como su principal herramienta para tomar decisiones.(6) Por cálculo económico, Mises simplemente quiere decir utilizar el precio actual y proyectar los futuros para comparar costos presentes con la expectativa de beneficios futuros. En esta forma el emprendedor decide que bienes y servicios deberán ser producidos y que métodos de producción deberán ser utilizados para producirlos.

El negocio del emprendedor no es meramente experimentar con nuevos métodos tecnológicos, sino seleccionar dentro de una multitud de métodos tecnológicamente posibles aquellos que mejor se ajustan a proveer al público las cosas que necesitan con mayor urgencia en la manera más económica posible. (Mises 1980, p. 110)

Para efectuar esta selección, el emprendedor debe ponderar los costos y beneficios esperados para varios cursos de acción, y por ello necesita los números cardinales provistos por el precio del dinero. Los cálculos monetarios, entonces, requieren propiedad privada y precios de mercado (Mises 1966, p. 229).

El famoso ensayo de Mises de 1920 sobre el cálculo económico bajo el socialismo, no se refiere tanto al socialismo “*per se*”, más bien es un argumento sobre el rol de los precios de bienes de capital (Rothbard 1993, pp. 547-78; Klein 1996). Los emprendedores toman decisiones sobre asignación de recursos basados en sus expectativas sobre precios futuros a partir de la información contenida en precios presentes. Para obtener beneficios, ellos necesitan información sobre todos los precios, no sólo los precios de bienes de consumo pero también los precios de los factores de producción. Sin mercados para bienes de capital, estos bienes no pueden tener precios y por lo tanto los emprendedores no pueden juzgar sobre la escasez relativa de estos factores. En resumen, los recursos no pueden ser asignados eficientemente. En cualquier ambiente entonces -sea socialista o no- donde un factor de producción no tiene precio de mercado, un potencial usuario de este factor no tendrá posibilidad de tomar decisiones racionales sobre su utilización. Establecido de esta forma, la afirmación de Mises es

simplemente que la eficiente asignación de recursos en una economía de mercado requiere el buen funcionamiento de los mercados de capital.

A pesar de la explícita focalización de Mises sobre los emprendedores, mucha de la teoría moderna –por cierto, la totalidad de la teoría neoclásica de la empresa- se orienta a los gerentes más que a los emprendedores. La tradicional teoría de maximización de la ganancia es casi siempre vista desde la perspectiva del gerente, el agente que opera la planta, no la del propietario que provee el capital para mantener la planta. Sin embargo, los propietarios controlan cuánta autoridad delegar a los gerentes operativos, por lo tanto los capitalistas son, en un sentido muy importante, quienes toman la última decisión. Entonces para entender la empresa nos debemos concentrar en las acciones y los planes de los proveedores de capital financiero, los emprendedores- capitalistas.

Es cierto, por supuesto, que cuando los emprendedores-capitalistas proveen de recursos a las empresas, generalmente delegan en gerentes la responsabilidad del día a día del uso de dichos recursos. La posibilidad resultante del manejo gerencial discrecional es entonces el problema focal de la moderna literatura sobre finanzas corporativas y la teoría de la empresa. La literatura sobre gobierno corporativo identifica una variedad de mecanismos por medio de los cuales los accionistas pueden limitar la discrecionalidad. Internamente, los propietarios pueden establecer un directorio para supervisar las acciones de los gerentes. Pueden utilizar compensaciones basadas en desempeño para motivar a los gerentes a actuar como la estructura “con forma M” en la cual la discrecionalidad gerencial es más fácilmente mantenida en línea (Williamson 1975). Finalmente, para limitar su comportamiento discrecional en el gerenciamiento ejecutivo pueden apoyarse en la competencia que existe en el mercado por gerentes (Fama 1980).

Aun más importantes son las fuerzas externas que ayudan a alinear los intereses de los gerentes con aquellos de los accionistas.(7) La competencia en el mercado de producción, por ejemplo, asegura que las empresas cuyos gerentes realizan demasiado comportamiento discrecional fracasarán, costándoles a estos su empleo. En los países donde la banca universal es permitida, grandes tenedores de acciones ordinarias, tales como bancos, pueden ejercer una considerable presión sobre el comportamiento gerencial. El mecanismo externo que ha recibido mayor atención, por supuesto, es el mercado por la propiedad en sí misma, el mercado del control corporativo. Anticipando a Manne (1965), Mises (1966) presenta el punto general que los mercados financieros juegan un vital rol disciplinario:

Los cambios en los precios de las acciones ordinarias y preferidas son los medios aplicados por los capitalistas para el supremo control del flujo de capital. La estructura de precio determinada por la especulación sobre los mercados de capital y dinero y sobre los grandes intercambios de productos, no sólo define cuanto capital se necesita para conducir los negocios de cada corporación; crea un estado de negocios a los cuales los gerentes deben ajustar sus operaciones en detalle (p. 303).

El mercado para el control de las corporaciones establece estrictos límites a la habilidad de los gerentes para perseguir sus propios objetivos antes que los de los capitalistas-emprendedores.

La visión austriaca del proceso del mercado empresarial arroja luz en el debate sobre la efectividad de los mecanismos de toma de control generando disciplina gerencial. Una inquietud muy común es la creencia que los mercados financieros producen demasiadas pocas adquisiciones ordenadas debido a un problema de ventajas para el proponente asociado a ofertas de compra (Scharfstein 1988). Los críticos señalan que si la diferencia entre el precio corriente (subvaluado) de la firma y su valor de mercado después de la adquisición es conocimiento empírico, entonces los accionistas de la empresa objetivo se rehusarán a entregar sus acciones hasta que el precio corriente se incremente apropiándose de una parte de los retornos de la empresa adquirente. Estos críticos concluyen que la regulación, no el mercado de adquisiciones, debería ser utilizado para disciplinar a los gerentes.

La falla de esta proposición es que asume conocimiento perfecto por parte de los inversores. El accionista típico, generalmente no tiene la misma información que tienen los gerentes a cargo, los *raiders* externos y otros especialistas. No es del interés de los pequeños accionistas aprender estos detalles; esa es la principal razón por la cual delegan tales responsabilidades en los gerentes. Como Hayek (1945) lo describió, hay una “división del conocimiento” en la sociedad. Un *raider* que descubre una diferencia entre el precio de mercado actual y su potencial valor con una nueva conducción tiene la oportunidad de obtener un beneficio emprendedor (descontado los costos de la adquisición). Debido a que los accionistas han delegado estas responsabilidades, generalmente no tendrán una participación en esta ganancia. Más aún, el valor de mercado posterior a la adquisición es incierto; si tiene éxito, la ganancia del *raider* es el premio por competir con esta inseguridad. En este sentido el artista de la adquisición es un capitalista misesiano-emprendedor. Los exitosos especialistas de adquisiciones reciben pura ganancia emprendedora; el resto sufre quebranto emprendedor. Los *raiders*, por lo tanto, tienen poderosos incentivos para efectuar reestructuraciones disciplinarias y esto coloca límites estrictos en la discrecionalidad gerencial.

Por lo tanto debemos ser cautos en atribuir la desinversión en varias adquisiciones, particularmente durante los años 1960 y 1970, a motivos gerenciales. Más aún, el reclamo que las adquisiciones de conglomerados de los 1960 y 1970 fueron ineficientes es inconsistente con las evidencias recientes que durante esos años, adquisiciones diversificadoras -particularmente aquellas que crearan mercados de capital internos- tendían a incrementar los valores de mercado de las firmas adquirentes (Matsusaka 1993; Hubbard y Palia 1999; Klein 2001). A la luz de esta evidencia, “[l]a simple visión que los “reventones” de los 1980 fueron un correctivo para los excesos gerenciales anteriores es insostenible” (Matsusaka 1993, p. 376). En resumen, tanto la teoría como las observaciones empíricas ponen dudas sobre la máxima convencional que los gerentes corporativos cometían sistemáticamente errores predecibles por la adquisición (generalmente no relacionada) de sub-unidades durante los años 1960 y 1970 y que los mercados financieros participantes tuvieron errores sistemáticos al aprobar estas adquisiciones.

Fusiones, liquidación y eficiencia: teoría y evidencia

¿Por qué, en general se expanden las empresas y se diversifican a través de adquisiciones? ¿Por qué a veces retroceden y se “re-enfocan” a través de la desinversión?

La teoría de la fusión es una derivación de la teoría del tamaño y forma óptima de la empresa, un área relativamente subdesarrollada en la literatura austriaca. Klein (1996) argumenta a favor de una modificación a la visión coasiana, o contractual, de las fronteras de la empresa, en la cual los límites a la organización están dados por la necesidad de realizar cálculos económicos utilizando precios generados en mercados externos. Otros autores ven la aproximación austriaca como más adecuada con la teoría basada en los recursos de la empresa, definiendo las capacidades de la empresa en términos de conocimiento tácito hayekiano (Langlois 1992; 1994; Minkler 1993). En cualquier caso, podemos pensar las adquisiciones o fusiones como una respuesta a una discrepancia de valuación: la adquisición ocurre cuando el valor de los bienes de una empresa es más grande para un tercero interesado que para sus propietarios actuales. Puesto de otra manera, las fusiones pueden ser una respuesta a economías de escala en la que el valor de los activos combinados de las empresas a fusionar exceden el total de sus valores por separado.(8) Como en cualquier intercambio voluntario, la transacción es (ex-ante) ventajosa para ambas partes, y deberían por lo tanto aumentar el mutuo beneficio.

Nuevas combinaciones de activos corporativos pueden generar eficiencias por el reemplazo de gerentes de actuación deficiente (Jensen y Ruback 1983; Mitchell y Lehn 1990), creando sinergias operativas (Weston, Chung y Hoag 1990 pp.194-95), o estableciendo mercados de capital internos (Alchian 1969; Williamson 1975; Gertner, Scharfstein y Stein 1994; Stein 1997). En particular, hay considerable evidencia que sugiere que el mercado para el control corporativo disciplina a la gerencia a cargo. Por ejemplo, Morck, Shleifer y Vishny (1988) encontraron que empresas con índices q-Tobin bajos son más propensas a ser objetivos de adquisiciones. El índice q-Tobin mide el cociente entre el valor de mercado de la empresa y el valor de reposición de costo (o valor de libros) de sus activos. Porque las empresas con bajos índices valor mercado/libros tienen expectativas de flujo de dinero bajos relativo al monto de capital invertido, el índice valor mercado/libros puede ser interpretado como una medida de las oportunidades de inversión de la empresa (Smith y Watts 1992; Gaver y Gaver 1993) o como una medida de ineficiencia gerencial o conflicto de intereses dentro de la firma (Lang, Stulz y Walkling 1991). Empresas con bajo "q" son las más propensas de ser objeto de toma de control.

Dados los beneficios de la toma de control, ¿por qué entonces muchas fusiones son luego "revertidas" por desinversión o "spin off"(9)?. Aquí distinguimos entre dos posturas básicas. La primera que podría llamarse constructora de imperios, sostiene que los gerentes atrincherados hacen adquisiciones, muchas veces pagando con acciones (infladas) de la empresa adquirente, primordialmente para incrementar su propio poder, prestigio o control. Estas adquisiciones producen despreciables ganancias por eficiencia y por lo tanto son susceptibles de ser desinvertidas ex post. Más importante, porque los motivos de la empresa adquirente son sospechados, estas adquisiciones son ineficientes ex ante; los observadores neutrales predicen, basados en características previas a las adquisiciones, que es poco probable que estas fusiones sean viables a largo plazo. Permitiendo estas adquisiciones, los participantes de los mercados de capital son también culpables de error sistemático. Desde el punto de vista de la construcción del imperio se admite que el mercado eventualmente corrige estos errores con la reestructuración de los

1980.(10) Aún así los reguladores de largo plazo podrían, en primer lugar, haber reducido los costos sociales por medio de limitaciones a tales adquisiciones.

Una segunda mirada, que denominamos proceso de mercado emprendedor, reconoce que adquisiciones no beneficiosas pueden ser errores ex post, pero argumenta que un bajo desempeño de largo plazo no indica ineficiencia ex ante. En la perspectiva del “proceso de mercado”, la desinversión en empresas previamente adquiridas puede significar simplemente que los emprendedores en busca de utilidad han actualizado sus pronósticos de condiciones futuras o de alguna forma han aprendido por la experiencia.

Como lo expresa Mises (1966, p. 252) “El resultado de la acción es siempre incierto. La acción es siempre especulación”. Consecuentemente,

el verdadero emprendedor es un especulador, un hombre ansioso de utilizar su opinión sobre la futura estructura del mercado para hacer operaciones comerciales que prometen utilidades. Esta específica comprensión anticipada de las condiciones del incierto futuro *desafía cualquier regla y sistematización* (p. 585, énfasis agregado).(11)

Como se discurre anteriormente, esta noción de toma de decisiones emprendedoras bajo incertidumbre cuadra con recientes teorías de adquisiciones como una forma de experimentación (Mosakowski 1997; Boot, Milbourn y Thakor 1999, Matsusaka 2001). En estos modelos, los emprendedores buscadores de beneficios aprenden sus propias capacidades solamente tratando de combinar varias actividades que podrían incluir diversificación hacia nuevas industrias. Las empresas entonces pueden hacer adquisiciones diversificadas aún cuando saben que dichas adquisiciones son susceptibles de ser revertidas por desinversión. Este proceso genera información que es útil para revisar los planes emprendedores, y así una estrategia de adquisiciones puede ser exitosa aún si las adquisiciones individuales no lo son. En estos casos, la viabilidad a largo plazo de una adquisición puede ser sistemáticamente relacionada con las características públicamente observables asociadas con experimentación anterior a la fusión pero no con características asociadas al gerenciamiento discrecional.

Para explicar el particular modelo de fusiones y adquisiciones observados sobre las últimas décadas, las explicaciones sobre procesos de mercado deben referirse a cambios en lo legal, político, competitividad o ambientes regulatorios que afectan la habilidad de los emprendedores de anticipar futuras condiciones. ¿Por qué, por ejemplo, fue particularmente difícil para los emprendedores prever el éxito de las adquisiciones de los años 1960 y 1970? ¿Por qué los emprendedores sintieron una gran necesidad de experimentar con varias combinaciones de negocios durante esos años?

Una posibilidad es que las organizaciones complejas con activos mercados internos de capital eran necesarias en los 1960 pero se convirtieron en menos importantes luego que los mercados de capital fueron desregulados en los 1970. La comunidad inversora en los 1960 ha sido descrita como un pequeño y cerrado grupo donde la competencia era mínima y la influencia de los pares fuerte (Bernstein 1992). Como Bhidé (1990, p. 76) dice, “mercados internos de capital...bien pueden haber poseído un costado significativo porque los mercados externos no estaban altamente desarrollados. En esos días, el éxito en Wall Street dependía mucho más de las conexiones personales que de la destreza analítica”. Durante ese período, los mercados financieros eran relativamente

pobres fuentes de capital. En 1975, la SEC desreguló las casas de intermediación y removió su regla sobre comisiones fijas. El efecto de la desregulación, no sorprendentemente, fue incrementar la competencia entre los proveedores de servicios de inversión. “Este proceso competitivo ha resultado en un incremento en la habilidad de nuestro mercado de capital externo de monitorear la actuación corporativa y asignar recursos” (p. 77). Como el costo de la financiación externa ha bajado, las empresas han tendido a confiar menos en el financiamiento interno y así el valor agregado de la asignación de mercados internos de capital ha caído. Consecuentemente, las empresas han adoptado estructuras más simples, más “focalizadas” que dependen más fuertemente de los mercados externos de capital y la tercerización, probablemente explicando alguna de las desinversiones observadas en las últimas dos décadas.

¿Son predecibles las desinversiones? Evidencia de un estudio de seguimiento

Esta sección resume nuestra propia investigación (Klein y Klein 2001) sobre los motivos de desinversión. Si las adquisiciones son muchas veces síntomas de gerencias constructoras de imperios, tal como lo sugieren Ravenscraft y Scherer (1987), Porter (1987) y otros críticos, entonces las características anteriores a la fusión asociadas con altos niveles de discrecionalidad gerencial podrían ser sistemáticamente relacionadas con la falla y posterior reversión de estas adquisiciones. Desde el punto de vista del proceso del mercado, por contraste, la actuación en el largo plazo debería ser correlacionada sólo con las características existentes antes de la fusión asociadas con experimentación, escenarios rápidamente cambiantes, o industrias de conocimiento-intensivo. Nuestra investigación empírica encuentra poco apoyo para la teoría de la construcción de imperio y mucho más fuerte apoyo para el punto de vista del proceso de mercado. Específicamente, encontramos que la mayoría de las características típicamente asociadas con la construcción de imperios son pobres indicadores de la duración de la fusión. La evidencia también sugiere que la desinversión es más probable cuando la adquisición original es guiada por razones competitivas de una industria específica o bruscas modificaciones regulatorias.

Hemos estudiado 222 pares de firmas que se fusionaron durante el período 1977-1983. De las 222 adquisiciones, 64 o sea casi el 30% han sufrido desinversión para Julio 1995. Utilizamos un modelo de duración o “riesgo” para estudiar los efectos de las características previas a la fusión respecto del tiempo para la desinversión. Los modelos de duración ayudan a explicar cómo factores exógenos, factores no considerados y el tiempo en sí mismo afectan el promedio de duración hasta la ocurrencia de algún evento puntual (en nuestro caso, la desinversión). Los análisis de duración nos permiten ver, históricamente, cómo las características de la empresa adquirente y adquirida afectan la posibilidad que la empresa adquirida sufra luego desinversión.

Para estudiar los efectos de las características previas a la fusión sobre su duración promedio, hemos estimado una regresión de riesgo de duración (medida como el logaritmo natural del número de días) con constante y una serie de factores potencialmente exógenos. Para evaluar la hipótesis de construcción de imperio, hemos incluido tres características asociadas con altos niveles de discrecionalidad gerencial, conexión entre el objetivo y el adquirente, diferencias en los índices de precio / ganancia y el medio de pago. La conexión contempla la visión generalizada que los gerentes

deliberadamente persiguen objetivos no vinculados con el objeto de expandir su control o hacerse más valiosos para la empresa. Siguiendo a Kaplan y Weisbach (1992) hemos examinado este reclamo mediante la construcción de una variable simulada igual a uno para el caso que las empresas adquirentes y objetiva compartan, por lo menos, uno de los códigos SIC (12) de dos dígitos; caso contrario es cero.

Las diferencias en índices de precios/ganancia (P/E) son comúnmente vistos como otro indicador de motivos para las fusiones. Los críticos de las fusiones han sugerido reiteradamente que la adquisición de empresas crecen y prosperan por ir “atar cabos”(13). Esto se refiere a la práctica por la cual las empresas oferentes buscan empresas con bajo índice P/E para incrementar sus estimadas ganancias por acción. Es trivial y matemáticamente cierto que cuando una empresa tiene un alto P/E y adquiere una empresa con un P/E bajo y paga con sus propias acciones, la ganancia por acción del adquirente se incrementará simplemente porque las ganancias combinadas de las dos empresas serán divididas por un menor número de acciones en circulación. Por ello, se argumenta que las sociedades adquirentes pueden expandirse rápidamente, con la aprobación del mercado, mientras los gerentes explotan esta oportunidad contable.(14)

Por supuesto, que este argumento asume que los participantes del mercado podrían ser sistemáticamente engañados por un simple truco algebraico. Se admite que trucos financieros mucho más complejos y manipulaciones de balances son frecuentemente utilizados en transacciones que involucran el control corporativo: oferentes en los 1960 y 1970 a veces financiaban adquisiciones con bonos convertibles, acciones preferidas convertibles y otros instrumentos especiales. A pesar que los inversores pudieron (y eventualmente lo hicieron) requerir que las ganancias se reporten sobre una base “totalmente diluida” para hacerse cargo de estas manipulaciones, Malkiel (1990, p. 61) informa que “la mayoría de los inversores a mediados de los 1960 ignoraban dichas delicadezas y se satisfacían solamente viendo constantes y rápidos incrementos de utilidades” Sin embargo, no hay evidencia que prevaleciera o fuera exitoso este “atar cabos” (Barber, Palmer y Wallace 1995; Matsusaka 1993). Sin perjuicio de ello incluimos una medida de índices P/E relativos para ver si los adquirentes que eligen objetivos con más bajos índices P/E son históricamente más propensos a desinvertir en esos mismos objetivos, implicando que el “atar cabos” tiende a engañar a los inversores, ya que el incremento de las ganancias obtenidas disimula adquisiciones ineficientes.

También hemos incluido una serie de variables testigo para representar el medio de pago utilizado en la fusión. Varias teorías sugieren que según como se financia una adquisición se puede afectar el desempeño. Primero, la técnica de “atar cabos” descripta anteriormente sólo funciona para fusiones financiadas por intercambio de acciones. Segundo, Jensen (1986) sostiene que el financiamiento de adquisiciones por medio de la emisión de deuda sirve para disciplinar a la gerencia de la firma adquirente por la reducción en la discrecionalidad en el uso del flujo de fondos libre posterior a la adquisición. Si esto es cierto, deberíamos esperar que los gerentes atrincherados evitaran efectuar adquisiciones utilizando deuda, optando en cambio por el canje de acciones.

En el proceso del mercado o visión experimental, por contraste, las desinversiones ocurren cuando el adquirente recibe nueva información sobre el objetivo después que ha tenido lugar la fusión. Plausiblemente, algunas características relevantes de potenciales empresas objetivo sólo pueden ser aprendidas por la experiencia, forzando entonces a los

emprendedores a revisar sus planes. ¿Qué clase de objetivos son más propensos a tener características desconocidas? Las grandes empresas se involucran en más actividades que las pequeñas, así que los potenciales adquirentes tienen más para aprender. Por otra parte, las empresas más pequeñas tienen menos probabilidades de haber visto publicada su actuación en la prensa económica, por lo que es plausible argumentar que la información privada es un problema mayor para objetivos pequeños.(15) Hemos incluido el tamaño del objetivo en nuestras regresiones para ver si alguno de estos aspectos es relevante. Empresas que actúan en industrias con tecnología intensiva y rápidamente cambiante también pueden tener características ocultas a los potenciales adquirentes. Para capturar este efecto hemos creado una variable testigo basada en los códigos SIC de dos dígitos. La variable testigo toma el valor de uno si el objetivo es de alguna de las siguientes industrias: computadoras (sistemas, software, y servicios), productos médicos, comunicaciones, industria aeroespacial y varias industrias de alta tecnología. Hemos incluido también la Investigación y Desarrollo (I&D) del objetivo, porque ésta es difícil de valorar, especialmente a los no iniciados y por lo tanto las empresas en industrias con I&D intensiva seguramente tendrán características ocultas. Los adquirentes potenciales podrían conocer las erogaciones en I&D de los potenciales objetivos (que se informan), pero esto no le daría a los adquirentes mucha información sobre la calidad de la investigación o inclusive el contenido de la I&D.

Finalmente la adquisiciones no vinculadas, como se expresó anteriormente, puede ser una forma de experimentación mientras las empresas prueban nuevas combinaciones de actividades para encontrar aquellas que mejor encajan con sus capacidades existentes. Aunque la búsqueda de adquisiciones que buscan emparentarse son más propensas de ser desinvertidas, pueden, sin embargo, seguir siendo parte de la estrategia de adquisición para la maximización del valor. Nuestra variable de vinculación, anteriormente descripta, puede representar el comportamiento de búsqueda de una empresa para vincularse. Sin embargo, la mejor forma de identificar el comportamiento de búsqueda de una empresa para vincularse es mirar directamente en patrones históricos de adquisiciones y desinversiones. Una empresa con un historial de repetidas adquisiciones y desinversiones, especialmente adquisiciones de industrias no vinculadas, es seguramente un buscador de oportunidades de vinculación, y por lo tanto cualquier adquisición que realice es casi seguro que posteriormente será desinvertida. Desafortunadamente, nuestra muestra de fusiones de adquirentes individuales es demasiado chica para compilar historias detalladas de adquisiciones y desinversiones. Como una primera aproximación, buscamos en nuestra muestra empresas adquirentes con por lo menos una adquisición previa que al cabo de algunos años fue desinvertida. Creamos una variable testigo igual a uno en los casos que el adquirente en una fusión particular cumple con estos criterios y cero en caso contrario.(16)

Como se menciona anteriormente, periodos de intensa actividad de fusiones en ciertas industrias pueden ser respuesta a cambios en la forma específica de competencia o en la regulación. Mitchell y Mulherin (1996), Andrade y Stafford (1999) y Andrade, Mitchell y Stafford (2001) argumentan que las fusiones tienden a suceder en nichos empresarios, sugiriendo la importancia de factores específicos de tal industria. Mitchell y Mulherin argumentan que las adquisiciones, generalmente, son la mejor forma para responder a estos bruscos cambios en cuanto a costos se refiere. Más aún, ellos agregan, “porque las adquisiciones son conducidas en parte por bruscos cambios de la industria, no

es sorprendente que muchas firmas exhiban un desempeño volátil después de las adquisiciones, con fracasos después de algunos bruscos cambios negativos” (Mitchell y Mulherin 1996, p.195)

Para captar los efectos de los bruscos cambios específicos de la industria tales como cambios regulatorios o impositivos, incluimos en nuestras regresiones medidas de agrupamiento de industrias, tanto para los adquirentes como para los objetivos. Hemos encontrado un sustancial agrupamiento de empresas en nuestra muestra. Por ejemplo, un poco más de la mitad de las adquisiciones ocurridas durante el periodo 1977-1983 sucedieron en solo cinco de las treinta y siete empresas codificadas por SIC (dos dígitos) presentes en nuestra muestra, tanto para adquirentes como objetivos, las tres cuartas partes sucedieron en diez industrias. Construimos variables de agrupamiento contando el número de fusiones en cada año para cada categoría SIC de dos dígitos y creando variables para cada fusión según fuera el número de fusiones sucedidas (a) dentro del año de la fusión bajo observación (incluyendo el año anterior a la fusión, el año de la fusión y el año posterior a la misma, para abarcar un período de tres años), (b) dentro de los dos años posteriores a la fusión (un período de cinco años) y (c) dentro de la muestra total (un período de siete años). Si adquisiciones riesgosas o mayores niveles de experimentación tienden a aparecer durante periodos de cambios de una industria específica, entonces estas variables de agrupamiento tendrán efectos negativos y significativos sobre el plazo de tiempo para la desinversión.

Nuestros resultados desafían la hipótesis de construcción de imperio y ofrecen evidencia más consistente con la visión del proceso del mercado. De las variables asociadas con problemas de gestión, solo la conexión tiene efectiva significación estadística en la duración de la fusión. Ni las diferencias P/E ni los medios de pago tienen un coeficiente estadístico significativo en cualquiera de las muchas especificaciones. El coeficiente de vinculación es positivo, indicando que las adquisiciones relacionadas son menos propensas, en promedio, a ser desinvertidas (como en Kaplan y Weisbach 1992). Sin embargo el coeficiente de vinculación es también consistente con la explicación del proceso del mercado. De las cinco variables asociadas con esta visión, el coeficiente de vinculación es positivo y significativo, el coeficiente de I&D del objetivo es negativo y significativo y el coeficiente indicador de buscador de oportunidades es negativo y significativo, tal como se esperaba. Los coeficientes sobre el tamaño del objetivo y el indicador para industrias de alta tecnología tienen los signos esperados (positivos y negativos, respectivamente) pero no son estadísticamente significativos.

Por sobre todo, nuestros resultados sugieren que las desinversiones en nuestra muestra no son, en promedio, el resultado predecible de imprudentes adquisiciones. En vez de ello, las desinversiones siguen a la experimentación y el aprendizaje, saludables características de una economía de mercado. Más aún, los agrupamientos industriales aparecen teniendo un efecto constante en la duración promedio de las fusiones. Los coeficientes sobre nuestro conjunto de variables de los adquirentes son consistentemente negativos y estadísticamente significativos. (Los coeficientes de las variables correspondientes a los grupos de objetivos, por contraste, no son estadísticamente significativas) Esto sugiere que el volátil desempeño sigue al brusco cambio, como lo sugiere Mitchell y Mulherin (1996).

Este hallazgo es consistente con la visión que las firmas realizan adquisiciones cuando se enfrentan con mayor incertidumbre (ver Spulber 1992, pp 557-59). La interferencia regulatoria podría ser una causa de mayor incertidumbre. Como fuera previamente tratado, la intervención gubernamental hace que el cálculo económico sea más difícil, y pueden llegar a hacerlo imposible. Cuando se enfrentan con la interferencia originada en el incremento de regulaciones, las empresas aparentemente responden experimentando, efectuando adquisiciones más riesgosas y consecuentemente cometiendo más errores, ex post.

Conclusiones

¿Cometen los emprendedores errores predecibles? La teoría y la evidencia sugieren otra cosa. Contrariamente a la sabiduría convencional sobre fusiones y liquidaciones, las desinversiones de activos previamente adquiridos no indican necesariamente que las adquisiciones originales fueron erróneas. De hecho, motivos como la construcción de un imperio no parecen estar sistemáticamente relacionados con el desempeño a largo plazo de la fusión. En vez de ello, las desinversiones están más bien ligadas con la experimentación, el aprendizaje y otras actividades societarias beneficiosas.

Las adquisiciones son intentos inciertos, y el emprendedor-promotor -junto con el gerente en el cual delega la autoridad- es un especulador. Si las consecuencias de sus acciones fueran determinantes, podría no ser un emprendedor, sino más bien, como algunas teorías parecen considerarlo, “un desalmado autómeta” (Mises 1966, p. 585). Sin embargo, el futuro nunca puede ser conocido con seguridad; las ganancias y pérdidas a largo plazo no pueden ser predichas en base a información actual. Como explica Mises:

Lo que distingue al emprendedor exitoso y promotor de otra gente es precisamente el hecho que no se deja guiar por lo que fue y es, sino que arregla sus asuntos sobre la base de sus opiniones sobre el futuro. El ve el pasado y el presente como otras personas lo ven; pero juzga el futuro en una forma diferente (p. 585).

Como hemos argumentado es poco sorprendente que estos juicios sean menos que perfectos. La pregunta relevante para la política es si hay una alternativa posible para el gobierno de la corporación basado en el mercado. Nuestra lectura de la literatura de economía política nos deja en duda sobre la existencia de dicha alternativa.

(·) Publicado originalmente en *The Quarterly Journal of Austrian Economics*, Vol. 4 N° 2 (summer 2001): 3-23. Publicado con autorización de los autores y el editor. Traducido por Carlos Cid

Notas

1. Sobre las ganancias en fusiones, adquisiciones y otras reestructuraciones, ver los estudios de Jensen and Ruback (1983), Jarrell, Brickley, y Netter (1988), Roll (1988), Romano (1992), y Andrade, Mitchell, and Stafford (2001).
2. Jensen (1986, 1993) expresa en forma similar que las adquisiciones para diversificar resultan de problemas operativos extendidos en las corporaciones, pero no recomienda ninguna respuesta regulatoria: “El sistema legal/político/regulatorio es un instrumento por demás lento para tratar eficientemente los problemas de un comportamiento gerencial dispendioso” (1993, p. 850). En cambio, él aboga por formas alternativas de organización tales como compras apalancadas y fondos de capital de inversión. (ver especialmente Jensen 1989).
3. Servaes (1996) también encuentra que en los años 60 las firmas conglomeradas fueron valuadas en relación a las especializadas. Sin embargo, Matsusaka (1993) and Hubbard and Palia (1999) muestran que los participantes en el Mercado recompensaron las adquisiciones hechas durante ese período, y Klein (2001) ofrece evidencia de la valuación consistente con los resultados de los eventos estudiados.
4. Otros estudios empíricos de ventas de activos y reestructuración incluyen a Hite, Owens y Rogers (1987); Lang, Poulsen, y Stulz (1994); John y Ofek (1995); y Shlingemann, Stulz y Walkling (2000). Estos trabajos tratan las desinversiones de forma genérica y no sólo las desinversiones de adquisiciones previas.
5. Sánchez, Heene y Tomas sugieren que lo mismo es verdad para redes y alianzas:

En un contexto de mercados dinámicos, la longevidad de las alianzas entre firmas no necesariamente es un indicador de una exitosa colaboración. Una sucesión de alianzas de corto plazo de una firma, por ejemplo, puede sugerir que esta tiene una habilidad superior para aprender de sus socios, o bien que tiene una habilidad superior para reconfigurar rápidamente su cadena de recursos propios en respuesta a las cambiantes condiciones competitivas y de mercado (1966, p. 28)

- Mosakowski (1997) también ofrece una teoría experimental de diversificación (sin considerar las subsecuentes desinversiones).
6. Klein (1999) argumenta que una forma particularmente importante de emprendimientos son aquellos en mercados financieros, a pesar de que estos han recibido poca atención en la bibliografía austriaca.
 7. Jensen (1993) argumenta que los mecanismos de control interno son generalmente débiles e inefectivos, mientras que los mecanismos de control externos – allí donde se permite su funcionamiento – son típicamente superiores.
 8. Dos explicaciones comunes respecto de las economías multiproductos centradas en los mercados internos de capital y los recursos estratégicos. De acuerdo con la hipótesis de mercados internos de capital, como expresan Alchian (1969); Gertner, Scharfstein and Stein (1994); y Stein (1997), los mercados internos de capitales tienen ventajas allí donde los

- fondos externos son limitados. La oficina central de la empresa diversificada puede utilizar las ventajas en información, derechos de control residuales, y su habilidad para intervenir selectivamente en los asuntos divisionales para asignar recursos dentro de la empresa mejor a como harían los mercados externos de capital para el caso que las divisionales fueran empresas independientes. Desde el punto de vista de los recursos, la firma es considerada como un caudal de conocimiento, constituyendo un rango de capacidades que se extienden atravesando múltiples líneas de producto. Ganancias excesivas o utilidades “supranormales” son vistas como renta proveniente de factores únicos de producción (Montgomery and Wernerfelt 1988) y las firmas diversifican porque tienen capacidad en exceso para estos factores únicos.
9. Nota del traductor: *Spin-off*, unidades de negocios que se desprenden para conformar una nueva empresa.
 10. Esto lleva la pregunta por qué si los gerentes están suficientemente atrincherados para hacer compras ineficientes, no lo harán como para sostener bajos rendimientos en vez de desinvertir y arriesgar revelar sus objetivos subyacentes? Boot (1992, p. 1402) argumenta que los gerentes atrincherados no desinvertirán porque los mercados externos tomarían tal desinversión como una admisión de fracaso y una mala señal de sus habilidades. El argumento que las desinversiones indican problemas de gerencia asume entonces un cambio en el control corporativo entre las compras originales y sus posteriores desinversiones
 11. Mises (1949, pp. 110-15) reemplaza la distinción que hace Knights (1921) entre riesgo e incertidumbre con aquella entre “probabilidades de clase” en el cual los miembros de una clase de eventos comparten ciertas características y “probabilidades de casos” en el cual el evento es un único caso.
 12. SIC: Standard Industrial Classification, Clasificador Industrial Estándar. Es un código de cuatro dígitos asignado por el gobierno de los EE.UU. a los distintos establecimientos para identificar su negocio primario. Para leer un Código SIC hay que considerar que los primeros dos dígitos identifican al más inclusivo grupo industrial, el tercer dígito el grupo industrial y el cuarto la industria. Por ejemplo:
 - 36 ELECTRONIC & OTHER ELECTRIC EQUIPMENT
 - 367 ELECTRONIC COMPONENTS & ACCESSORIES
 - 3672 PRINTED CIRCUIT BOARDS
 13. Nota del traductor: en el texto original “bootstrapping”
 14. Esta es la explicación de Markiel (1990) sobre el boom de los conglomerados:

[E]o mayor ímpetus para la ola de conglomerados fue que el proceso de adquisiciones en sí podía ser hecho para producir un crecimiento de las ganancias por acción...Por un fácil malabarismo (gerentes de conglomerados) podrían juntar un grupo de empresas

sin ningún potencial básico y producir aumentos constantes de ganancia por acción.

Para una discusión sobre las prácticas de trapacería ver Lynch (1971, pp.55-56).

15. Sin embargo, en nuestro ejemplo, todos los objetivos son en sí mismos corporaciones que cotizan en bolsa, por lo que la falta de exposición en los medios es poco probable que constituya un problema.
16. Mosakowski (1997) sugiere que empresas más jóvenes enfrentan mayor incertidumbre o un mayor nivel de "causal de ambigüedad" sobre el mayor uso de sus recursos, lo que implica que la edad de la firma podría ser un elemento a considerar en el comportamiento de la unión.

REFERENCIAS

- Alchian, Armen A. 1969. "Corporate Management and Property Rights." In *Economic Policy and the Regulation of Corporate Securities*. Henry Manne, ed. Washington, D.C.: American Enterprise Institute. Pp. 337–60.
- Andrade, Gregor, and Erik Stafford. 1999. "Investigating the Economic Role of Mergers." Working paper, *Harvard Business School*.
- Andrade, Gregor, Mark Mitchell, and Erik Stafford. 2001. "New Evidence and Perspectives on Mergers." *Journal of Economic Perspectives* 15 (Spring): 103–20.
- Barber, Brad M., Donald Palmer, and James Wallace. 1995. "Determinants of Conglomerate and Predatory Acquisitions: Evidence from the 1960s." *Journal of Corporate Finance: Contracting, Governance and Organization* 1 (April):283–318.
- Berger, Allen N., Rebecca S. Demsetz, and Philip E. Strahan. 1999. "The Consolidation of the Financial Services Industry: Causes, Consequences, and Implications for the Future." *Journal of Banking and Finance* 23 (February): 135–94.
- Berger, Philip G., and Eli Ofek. 1995. "Diversification's Effect on Firm Value." *Journal of Financial Economics* 37 (January): 39–65.
- Bernstein, Peter L. 1992. *Capital Ideas: The Improbable Origins of Modern Wall Street*. New York: Free Press.
- Bhagat, Sanjai, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny. 1990. "Hostile Takeovers in the 1980s: The Return to Corporate Specialization." *Brookings Papers on Economic Activity: Microeconomics*. Pp. 1–72.
- Bhide, Amar. 1990. "Reversing Corporate Diversification." *Journal of Applied Corporate Finance* 3 (Summer): 70–81.
- Boot, Arnoud W.A. 1992. "Why Hang on to Losers? Divestitures and Takeovers." *Journal of Finance* 48(4): 1401–23.
- Boot, Arnoud W. A., Todd T. Milbourn, and Anjan V. Thakor. 1999. "Megamergers and Expanded Scope: Theories of Bank Size and Activity Diversity." *Journal of Banking and Finance* 23: 195–214.
- Comment, Robert, and Gregg A. Jarrell. 1995. "Corporate Focus and Stock Returns." *Journal of Financial Economics* 37 (January): 67–87.

- Fama, Eugene F. 1980. "Agency Problems and the Theory of the Firm." *Journal of Political Economy* 88:288–307.
- Garrison, Roger W. 2001. *Time and Money: The Macroeconomics of Capital Structure*. London: Routledge.
- Gaver, Jennifer J., and Kenneth M. Gaver. 1993. "Additional Evidence on the Association Between the Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies." *Journal of Accounting and Economics* 16: 125–60.
- Gertner, Robert H, David S. Scharfstein, and Jeremy C. Stein. 1994. "Internal Versus External Capital Markets." *Quarterly Journal of Economics* 109:1211–30.
- Hayek, F. A. [1931] 1935. *Prices and Production*. 2nd Rev. Ed. London: Routledge and Kegan Paul.
- 1945. "The Use of Knowledge in Society." In *Individualism and Economic Order*. London: Routledge and Kegan Paul. Pp. 77–91.
 - [1968] 1978. "Competition as a Discovery Procedure." In *New Studies in Philosophy, Politics and Economics*. Chicago: University of Chicago Press. Pp. 179–90.
- High, Jack. 1982. "Alertness and Judgment: Comment on Kirzner." In *Method, Process, and Austrian Economics: Essays in Honor of Ludwig von Mises*. Israel M. Kirzner, ed. Lexington, Mass.: D.C. Heath. Pp. 161–68.
- Hite, Gailen L., James E. Owens, and Ronald C. Rogers. 1987. "The Market for Interfirm Asset Sales: Partial Sell-offs and Total Liquidations." *Journal of Financial Economics* 18:229–52.
- Hubbard, R. Glenn, and Darius A. Palia. 1999. "A Reexamination of the Conglomerate Merger Wave in the 1960s: An Internal Capital Markets View." *Journal of Finance* 54:1131–52.
- Hülsmann, Jörg Guido. 1997. "Knowledge, Judgment, and the Use of Property." *Review of Austrian Economics* 10(1): 23–48.
- Jensen, Michael C. 1986. "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers." *American Economic Review* 76:323–29.
- 1989. "Eclipse of the Public Corporation." *Harvard Business Review* (September–October).
 - 1991. "Corporate Control and the Politics of Finance." *Journal of Applied Corporate Finance* 6:13–33.
 - 1993. "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems." *Journal of Finance* 48 (July): 831–80.
- Jensen, Michael C., and Richard S. Ruback. 1983. "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence." *Journal of Financial Economics* 11 (April): 5–50.
- John, Kose, and Eli Ofek. 1995. "Asset Sales and Increase in Focus." *Journal of Financial Economics* 37:105–26.
- Kaplan, Steven N., and Michael S. Weisbach. 1992. "The Success of Acquisitions: Evidence from Divestitures." *Journal of Finance* 47 (March): 107–38.
- Klein, Peter G. 1996. "Economic Calculation and the Limits of Organization." *Review of Austrian Economics* 9(2): 51–77.
- 1999. "Entrepreneurship and Corporate Governance." *Quarterly Journal of Austrian Economics* 2(2): 19–42.
 - 2001. "Were the Acquisitive Conglomerates Inefficient?" Working paper, Department of Economics, University of Georgia.

- Klein, Peter G., and Sandra K. Klein. 2001. "Are Divestitures Predictable? A Duration Analysis." Working paper, Department of Economics, University of Georgia.
- Knight, Frank H. 1921. *Risk, Uncertainty, and Profit*. New York: Hart, Schaffner and Marx.
- Lang, Larry H. P., Annette B. Poulsen, and René M. Stulz. 1994. "Firm Performance, Asset Sales, and the Costs of Managerial Discretion." *Journal of Financial Economics* 37:3–37.
- Lang, Larry H. P., and René M. Stulz. 1994. "Tobin's Q, Corporate Diversification, and Firm Performance." *Journal of Political Economy* 102 (December): 1248–80.
- Lang, Larry H. P., René M. Stulz, and Ralph Walkling. 1991. "A Test of the Free Cash Flow Hypothesis: The Case of Bidder Returns." *Journal of Financial Economics* 28:315–35.
- Langlois, Richard N. 1992. "Transaction Cost Economics in Real Time." *Industrial and Corporate Change* 1:99–127.
- 1994. "The Boundaries of the Firm." In *The Elgar Companion to Austrian Economics*. Peter J. Boettke, ed. Cheltenham, U.K.: Edward Elgar.
- Lynch, Harry H. 1971. *Financial Performance of Conglomerates*. Boston: Harvard University Press.
- Malkiel, Burton G. 1990. *A Random Walk Down Wall Street*. New York: W.W. Norton.
- Manne, Henry G. 1965. "Mergers and the Market for Corporate Control." *Journal of Political Economy* 73 (April): 110–20.
- Matsusaka, John G. 1993. "Takeover Motives during the Conglomerate Merger Wave." *Rand Journal of Economics* 24 (Autumn): 357–79.
- 2001. "Corporate Diversification, Value Maximization, and Organizational Capabilities." *Journal of Business* 74(3): 409–31.
- Minkler, Alanson P. 1993. "The Problem with Dispersed Knowledge: Firms in Theory and Practice." *Kyklos* 46(4): 569–87.
- Mises, Ludwig von. [1912] 1934. *The Theory of Money and Credit*. London: Jonathan Cape.
- [1920] 1990. *Economic Calculation in the Socialist Commonwealth*. Trans. S. Adler. Auburn, Ala.: Ludwig von Mises Institute.
- [1949] 1966. *Human Action: A Treatise on Economics*. 3rd Rev. Ed. Chicago: Henry Regnery.
- [1951] 1980. "Profit and Loss." In *Planning for Freedom*. 4th Ed. Spring Mills, Pa.: Libertarian Press. Pp. 108–50.
- Mitchell, Mark L., and Kenneth Lehn. 1990. "Do Bad Bidders Become Good Targets?" *Journal of Political Economy* 98(2): 372–98.
- Mitchell, Mark, and J. Harold Mulherin. 1996. "The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity." *Journal of Financial Economics* 41 (June): 193–229.
- Montgomery, Cynthia A., and Birger Wernerfelt. 1988. "Diversification, Ricardian Rents, and Tobin's q." *Rand Journal of Economics* 19(4): 623–32.
- Morck, Randall, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny. 1988. "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis." *Journal of Financial Economics* 20 (January–March): 293–315.

- Mosakowski, Elaine. 1997. "Strategy Making Under Causal Ambiguity: Conceptual Issues and Empirical Evidence." *Organization Science* 8(4): 414–42.
- Nelson, Richard R., and Sidney G. Winter. 1982. *An Evolutionary Theory of Economic Change*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press.
- Penrose, Edith. 1959. *The Theory of the Growth of the Firm*. New York: John Wiley and Sons.
- Porter, Michael E. 1987. "From Competitive Advantage to Corporate Strategy." *Harvard Business Review* (May–June): 43–59.
- Ravenscraft, David, and F.M. Scherer. 1987. *Mergers, Sell-offs, and Economic Efficiency*. Washington, D.C.: Brookings Institution.
- 1991. "Divisional Sell-offs: A Hazard Function Analysis." *Managerial and Decision Economics* 12:429–38.
- Roll, Richard. 1988. "Empirical Evidence on Takeover Activity and Shareholder Wealth." In *Knights, Raiders, and Targets: the Impact of the Hostile Takeover*. John C. Coffee, Jr., Louis Lowenstein, and Susan Rose-Ackerman, eds. New York: Oxford University Press. Pp. 241–52.
- Rothbard, Murray N. [1962] 1993. *Man, Economy, and State: A Treatise on Economic Principles*. Auburn, Ala.: Ludwig von Mises Institute.
- Rumelt, Richard P. 1974. *Strategy, Structure and Economic Performance*. Boston: Graduate School of Business Administration, Harvard University.
- Rumelt, Richard P. 1982. "Diversification Strategy and Profitability." *Strategic Management Journal* 3 (October): 359–69.
- Salerno, Joseph T. 1993. "Mises and Hayek Dehomogenized." *Review of Austrian Economics* 6(2): 113–46.
- Sanchez, Ron, Aimé Heene, and Howard Thomas. 1996. "Introduction: Towards the Theory and Practice of Competence-Based Competition." In *Dynamics of Competence-Based Competition: Theory and Practice in the New Strategic Management*. Sanchez, Heene, and Thomas, eds. London: Elsevier. Pp. 1–35.
- Scharfstein, David. 1988. "The Disciplinary Role of Takeovers." *Review of Economic Studies* 55 (April): 185–99.
- Servaes, Henri. 1996. "The Value of Diversification during the Conglomerate Merger Wave." *Journal of Finance* 51 (September): 1201–25.
- Shleifer, Andrei, and Robert W. Vishny. 1989. "Management Entrenchment: The Case of Manager-Specific Investments." *Journal of Financial Economics* 25 (November): 123–39.
- 1991. "Takeovers in the '60s and '80s: Evidence and Implications." *Strategic Management Journal* 12 (Winter): 51–59.
- Schlingemann, Frederik P., René M. Stulz, and Ralph A. Walkling. 2000. "Asset Liquidity and Segment Divestitures." *NBER Working Paper 7873*.
- Smith, Clifford W., Jr., and Ross L. Watts. 1992. "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies." *Journal of Financial Economics* 32:263–92.
- Spulber, Daniel F. 1992. "Economic Analysis and Management Strategy: A Survey." *Journal of Economics and Management Strategy* 1(3): 535–74.
- Stein, Jeremy C. 1997. "Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources." *Journal of Finance* 52(1): 111–33.

Wernerfelt, Birger. 1984. "A Resource-Based View of the Firm." *Strategic Management Journal* 5:171–80.

Weston, J. Fred. 1989. "Divestitures: Mistakes or Learning." *Journal of Applied Corporate Finance* 2:68–76.

Weston, J. Fred, Kwang S. Chung, and Susan E. Hoag. 1990. *Mergers, Restructuring, and Corporate Control*. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice-Hall.

Williamson, Oliver E. 1975. *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*. New York: Free Press.