

FUNCION EMPRESARIAL Y CONTROL DE LA DIRECCION DE LA EMPRESA*

Peter G. Klein**

En su "acorde final" del debate sobre el cálculo económico en el socialismo, Mises (1949, pp. 705-10) sostuvo que los socialistas de mercado no comprendían el papel de los mercados de capitales en la economía industrial. Aún con mercados para bienes de consumo, explicó, el socialismo fracasaría porque substituía los mercados privados de capitales por la propiedad colectiva de los medios de producción. A través de esos mercados, los dueños de capital deciden qué empresas, y qué industrias, reciben recursos para producir bienes de consumo. En una economía moderna, la mayor parte de la producción es realizada por empresas que cotizan acciones en mercados bursátiles. Es de primordial importancia, entonces, el problema del *control de la dirección de la empresa*: ¿cómo estructuran los dueños de capital sus acuerdos con aquellos que reciben el capital para prevenir su mal uso? Desgraciadamente existe poca investigación en esta área desde una perspectiva austríaca.

En este trabajo me concentro en el emprendedor del mercado de capitales -lo que Rothbard (1962, 1985) llama *capitalista-emprendedor*- para destacar algunos aspectos de la teoría austríaca del control de la dirección de la empresa. Comienzo revisando la teoría de la firma tradicional (función de producción) y sugiriendo dos perspectivas alternativas: la del emprendedor y la del capitalista. Luego discuto el enfoque de Coase o "contractual" de la firma y sostengo que provee un marco organizativo interesante para una teoría austríaca de la firma. La sección siguiente propone a la función empresarial y al cálculo económico como los bloques fundamentales de una teoría austríaca de la firma. Finalmente, luego de una breve revisión de la conducta en el mercado de capitales y el papel disciplinador de las adquisiciones de empresas destaco cuatro áreas para la investigación austríaca en el control de la dirección de las empresas: las empresas como inversiones, mercados de capitales internos, controles de la dirección alternativos y financistas como emprendedores.

1. La tradicional teoría de la firma

En los textos de economía, la "firma" es una función de producción o un conjunto de posibilidades de producción, una "caja negra" que transforma insumos en productos. Dado el estado actual de la tecnología, los precios de los insumos y la tabla de la demanda, una firma maximiza los beneficios monetarios sujeta a la restricción de que sus plantas de producción sean tecnológicamente factibles. La firma es modelada como un sólo actor, enfrentado a una serie de decisiones no complicadas: qué nivel de producción alcanzar, cuánto de cada factor de producción contratar, y otras. Estas "decisiones", por supuesto, no son realmente ningunas decisiones, son simplemente cálculos matemáticos triviales, implícitos en los datos. En el largo plazo, la firma puede escoger un tamaño y un conjunto de productos óptimos, pero aún éstos están determinados por las características de la función de producción (economías de escala, economías de diversificación y secuencia). En síntesis: la firma es un conjunto de curvas de costos, y la "teoría de la firma" es un problema de cálculo.

Si bien es descriptivamente vacua, el enfoque de la función de producción tiene el atractivo de su tratamiento analítico junto con su elegante paralelo con la teoría neoclásica del consumidor (la maximización de las ganancias es como la maximización de utilidad, las isocuantas son curvas de indiferencia, y así sucesivamente). Sin embargo, muchos economistas la consideran

ahora poco satisfactoria, incapaz de explicar una variedad de fenómenos del mundo de los negocios: integraciones laterales y verticales, fusiones, diversificación geográfica y por línea de productos, franquicias, contratos a largo plazo, precios de transferencia, empresas conjuntas de investigación, y muchas otras. Esa inadecuación de la teoría tradicional de la firma explica mucho del interés reciente en la teoría de la agencia, la economía del costo de transacción, el enfoque de las capacidades y otras facetas de la "nueva economía institucional" (1).

Un problema más serio con la teoría tradicional, sin embargo, ha recibido menos atención. La teoría de la maximización de ganancias es siempre contada desde la perspectiva del *administrador*, el gente que opera la planta, no la del *propietario*, quien provee el capital para financiarla. Sin embargo, los propietarios controlan cuánta autoridad delegar a los gerentes operativos, por lo que los capitalistas son los que deciden en última instancia. Para comprender a la firma, entonces, debemos centrar nuestra atención en las acciones y los planes de quienes proveen el capital financiero.

Al centrarnos en los mercados de capital y en el problema del control de las decisiones empresarias se destaca un problema analítico fundamental con el enfoque tradicional de la teoría de la firma. En el enfoque de la función de producción, el capital monetario es tratado como un factor de producción. El objetivo del administrador es maximizar la diferencia entre ingresos y costos totales, siendo el costo del capital tratado simplemente como un costo más (y asumido típicamente como exógeno). El residual, la "ganancia", es retenida por el administrador. Así, el capital financiero recibe escasa atención. Como se discute más adelante, esto puede ser una seria falla.

2. Dos perspectivas alternativas

¿Cuál es, entonces, la forma correcta de interpretar a la firma? Hay dos perspectivas alternativas que merecen consideración. La primera, la cual ha recibido una atención sustancial en la literatura austríaca es la del emprendedor, o lo que Mises (1949, pp. 254-55) llama el "emprendedor-promotor". La función empresarial, en el sentido misiano, es el acto de asumir la incertidumbre. La producción se despliega a través del tiempo, y por ello el emprendedor debe adquirir los factores de producción en el presente (pagando los precios de hoy, los que son conocidos) en anticipación de los ingresos por las ventas futuras del producto (a precios de mañana, que son inciertos). La ganancia o pérdida empresarial es la diferencia entre esos ingresos y los gastos iniciales, menos la tasa general de interés. Como tal, la ganancia es la recompensa por asumir exitosamente la incertidumbre. Los promotores exitosos realizan pronósticos acertados de precios futuros y reciben retornos superiores a sus gastos. Aquellos cuyos pronósticos son menos acertados incurren en pérdidas. Los promotores que sistemáticamente realizan pronósticos desacertados se encontrarán incapaces de obtener recursos adicionales y eventualmente dejarán el mercado.

La segunda perspectiva es la del capitalista, el propietario de la firma. Se puede considerar a la propiedad como un factor de producción –lo que Rothbard (1962, pp. 538-41) llama el "factor-decisión"- pero es diferente de los otros factores. En el enfoque de la propiedad, el capital financiero es considerado como un factor específico de la producción, el "factor controlante"; el inversor es al mismo tiempo quien finalmente toma las decisiones y quien reclama el residual. El objetivo de la firma es maximizar el retorno de la inversión del propietario. Debido a que el propietario delega ciertas funciones en los administradores, un aspecto central de la teoría de la firma es el problema del control de la dirección de la empresa:

¿cómo estructuran sus acuerdos los proveedores de la estructura de capital con los administradores de forma tal que maximicen el retorno de los primeros?

Este trabajo sostiene que los problemas más interesantes de la teoría de la firma se encuentran en la intersección entre la función empresarial y la función capitalista. En verdad, como sostuviera Mises, la fuerza motora detrás de la economía de mercado es un tipo particular de emprendedor, el emprendedor-capitalista, quien arriesga su capital financiero en anticipación de retornos futuros, inciertos. Más aun, como se discute más abajo, el emprendedor es casi siempre también un capitalista, y el capitalista es también un emprendedor.

Los economistas reconocen ya, en forma creciente, la importancia del capitalista en la dirección de los asuntos de la empresa. En la introducción a su influyente libro *Strong Managers, Weak Owners*, Mark Roe (1994, p. vii) lo presenta en forma resumida:

“La teoría económica consideró una vez a la firma como una colección de maquinarias, tecnología, inventarios, trabajadores y capital. Se arrojan esos insumos en una caja negra, se la agita, y uno obtiene productos y ganancias. Hoy, la teoría considera a la firma más como una estructura de administración. La firma tiene éxito si los administradores pueden coordinar las actividades de la misma exitosamente; fracasa si los administradores no pueden coordinar efectivamente y ajustar la gente y los insumos a las tecnologías y mercados actuales. En la cima misma de la firma se encuentran las relaciones entre los accionistas, sus directores, y los principales administradores. Si esas relaciones son disfuncionales, es más probable que la firma tropiece”.

Como sugiere Roe, las relaciones entre los propietarios de la firma (accionistas) y sus principales administradores son de central importancia para determinar la performance de la misma.(2)

3. El enfoque contractual

Tanto la perspectiva empresarial como la de la propiedad pueden entenderse desde el marco “contractual” asociado con Coase (1937). Coase fue el primero en explicar que los límites de la organización dependen no solamente de la tecnología de producción, sino de los costos de transacción. En el marco coasiano, como lo desarrollara Williamson (1975, 1985, 1996), Klein, Crawford, y Alchian (1978), Grossman y Hart (1986), Hart y Moore (1990), y otros, la decisión de organizar transacciones dentro de la firma en contraposición al mercado abierto –la “decisión de comprar o hacer”- depende de los costos relativos de los intercambios internos y externos. El mecanismo de mercado impone ciertos costos: descubrir los precios relevantes, negociar y cumplir los contratos, etc. Dentro de la firma, el emprendedor puede ser capaz de reducir estos “costos de transacción” coordinando estas actividades él mismo. Sin embargo, la organización interna trae consigo otras clases de costos de transacción, específicamente problemas con el flujo de información, incentivos, monitoreo y evaluación de la performance. El límite de la firma, entonces, está determinado por el punto, en el margen, donde se equiparan los costos de intercambio internos y externos. En este sentido, los límites de la firma no dependen solamente de la tecnología, sino de consideraciones organizacionales; esto es, de los costos y beneficios de distintas alternativas contractuales.

La organización económica, tanto interna como externa, impone costos debido a que los contratos más complejos son usualmente *incompletos*. La literatura de los costos de transacción enfatiza la distinción entre contratos completos e incompletos. Un contrato completo especifica

un curso de acción, una decisión, o los términos de intercambio para cualquier estado futuro de los negocios. En los modelos de equilibrio general de los libros de texto, se asume que todos los contratos son completos. El futuro no se conoce con certeza, pero se conoce la probable distribución de todos los posibles eventos futuros.(3) En un sentido importante, el modelo es “atemporal”: todas las contingencias futuras relevantes son consideradas en la etapa contractual previa, por lo que no es necesario tomar decisiones a medida que el futuro se acerca.

El enfoque coasiano modifica este supuesto y sostiene que los contratos completos no son siempre posibles. En un mundo de incertidumbre “real” (estructural, más que paramétrica), el futuro traerá sorpresas reales (Foss, 1993a), y esto limita las opciones contractuales disponibles. En transacciones simples –por ejemplo, adquirir un componente en un supermercado mayorista– la incertidumbre puede ser relativamente poco importante, y los contratos *spot* funcionan adecuadamente. Para transacciones más complejas, como la compra e instalación de equipamiento especializado, los acuerdos realizados serán típicamente incompletos –el contrato proveerá remedios sólo para ciertas contingencias futuras.(4) Un ejemplo es el *contrato relacional*, un acuerdo que describe los objetivos comunes y un juego general de principios que gobiernan las relaciones (Goldberg, 1980). Otro es un *contrato implícito* –un acuerdo que, si bien no explícito, es supuestamente comprendido por ambas partes.(5) Al margen de esto, el carácter incompleto de los mercados expone a las partes contratantes a ciertos riesgos. En particular, la inversión en activos específicos a una relación expone a los agentes a potenciales problemas de “chantaje”: si las circunstancias cambian, los socios de una relación comercial pueden intentar expropiar las rentas que originan los activos específicos. Supongamos que un proveedor de insumos modifica su equipo para atender a un cliente en particular. Una vez que el equipo está funcionando, el cliente puede demandar un precio más bajo, sabiendo que el valor residual del equipo especializado es menor que los pagos netos que ofrece. Anticipando esta posibilidad, el proveedor no querrá instalar la maquinaria específica sin protección para tal contingencia, aún si la tecnología específica hiciera más rentable la relación para ambas partes.

Una forma de proteger las rentas que provengan de activos específicos es la integración vertical (o lateral), donde una fusión elimina los intereses divergentes. Otras opciones menos extremas incluyen contratos a largo plazo (Joskow, 1985, 1987, 1988, 1990), acuerdos de propiedad parcial (Pisano, Russo, y Teece, 1988; Pisano, 1990), o acuerdos para que ambas partes inviertan en activos específicos para contrabalancear la relación (Heide y John, 1988). En general, las partes pueden emplear diversas estructuras de control. La literatura coasiana trata de coordinar una estructura de control adecuada con las particulares características de la transacción.

Existe un cierto debate dentro de la literatura austríaca respecto si el enfoque coasiano básico es compatible con la economía austríaca. O’Driscoll y Rizzo (1985, p. 124) si bien reconocen el enfoque de Coase como “una excelente aproximación estática del problema”, sostienen que es necesario un marco más evolutivo para comprender cómo las firmas responden al cambio. Algunos economistas austríacos han sugerido que el marco coasiano puede ser muy estrecho, demasiado incorporado en la tradición del equilibrio general como para considerar las preocupaciones austríacas (Boudreaux y Holcombe, 1989; Langlois, 1994). Sin embargo, como ha señalado Foss (1993b), existen dos “tradiciones coasianas”. Una tradición, la rama del riesgo moral y la teoría de la agencia asociada con Alchian y Demsetz (1972), estudia el diseño de los mecanismos *ex ante* para limitar el incumplimiento de tareas cuando la supervisión es costosa. El énfasis está aquí en el monitoreo y en los incentivos de una relación de agencia (exógenamente determinada). Las críticas anteriores pueden aplicarse a esta rama de la moderna literatura, pero no se aplican a la otra tradición, la rama de las estructuras de control o activos específicos,

especialmente en la formulación más heterodoxa de Williamson. El marco conceptual de los costos de transacción de Williamson incorpora una conducta no-maximizadora (racionalidad limitada); incertidumbre real, “estructural”, y genuina sorpresa (se sostiene que los contratos completos no son posibles, queriendo decir que todas las contingencias no pueden ser contratadas ex ante); y proceso o adaptación en el tiempo (las relaciones comerciales se desarrollan en el tiempo, típicamente sufriendo una “transformación fundamental” que cambia los términos del intercambio). En síntesis, “por lo menos algunas modernas teorías de la firma no presuponen todas ellas un universo económico cerrado –con todos los insumos y productos relevantes dados, la acción humana conceptualizada como maximización, etc.- que [algunos críticos] sostienen se encuentra por debajo de la teoría contemporánea de la firma (Foss, 1993a, p. 274). Puesto de otra forma, uno puede adoptar una perspectiva esencialmente coasiana sin abandonar la visión de Knight o la austríaca del emprendedor como un tomador innovador de decisiones que asume la incertidumbre.(6)

4. Los bloques fundamentales de una Teoría Austríaca de la Firma

Comenzando con el marco coasiano o contractual podemos agregar dos elementos como bloques fundamentales de una Teoría Austríaca de la Firma: función empresarial y cálculo económico. La función empresarial representa asumir la incertidumbre. El cálculo económico es la herramienta que los emprendedores utilizan para evaluar los costos y los beneficios futuros esperados. Consideraremos cada uno de ellos.

4.1. Función empresarial

La función empresarial, en el sentido misiano, es el acto de asumir la incertidumbre. En un mundo siempre cambiante, las decisiones deben basarse en las expectativas sobre los eventos futuros. Debido a que la producción toma tiempo, se deben invertir recursos antes que el retorno sobre las inversiones sea realizado. Si el pronóstico sobre los retornos futuros no es adecuado, las ganancias esperadas se convertirán en pérdidas. Esto, por supuesto, es así no solamente para los inversores financieros, sino para todos los actores humanos. Por lo tanto, toda acción humana deliberada corre algún riesgo que los medios seleccionados no den como resultado el fin buscado. En este sentido, todos los actores humanos son emprendedores.

Los Austríacos tienden a centrar su análisis en esta clase de función empresarial pura, el aspecto empresarial de toda conducta humana. Al hacerlo, sin embargo, a menudo dejan de ver un caso particular de función empresarial, la fuerza motivadora detrás de la estructura de la producción: el capitalista-emprendedor, quien arriesga capital financiero en anticipación de futuros eventos. La influyente interpretación de Mises realizada por Kirzner (1973, 1979) identifica el “estado de alerta” o el “descubrimiento”, más que asumir la incertidumbre, como la propiedad característica de la función empresarial. En el marco conceptual de Kirzner, la ganancia empresarial es la recompensa por un estado de alerta superior a las oportunidades de ganancia. El caso más simple es el de aquel que realiza arbitraje, quien descubre una discrepancia entre precios presentes que puede ser explotada para obtener un beneficio financiero. En un caso más típico, el emprendedor está alerta a un nuevo producto o un proceso de producción superior y llena esta brecha en el mercado antes que otros.

La formulación de Kirzner ha sido criticada, sin embargo, por la falta de atención hacia la incertidumbre. De acuerdo a estas críticas, el mero estado de alerta a una oportunidad de ganancias no es suficiente para obtener ganancias. Para ello el emprendedor debe invertir

recursos para hacer efectiva la oportunidad descubierta. “Las ideas empresariales sin dinero son meros juegos de palabra hasta que se obtiene el dinero y se lo compromete en los proyectos”(Rothbard, 1985, p.283). Más aun, excepto los pocos casos en los que comprar barato y vender caro son casi instantáneos (digamos, el comercio electrónico de monedas o futuros de *commodities*), aun las transacciones de arbitraje requieren un tiempo para ser completadas. El precio de venta puede caer antes de que el arbitrador haga la venta, y entonces hasta el puro arbitrador enfrenta cierta probabilidad de pérdida. En la formulación de Kirzner, lo peor que le puede suceder a un emprendedor es el fracaso en descubrir una oportunidad de ganancias existente. Los emprendedores ya sea obtienen ganancias o no, pero no resulta claro cómo sufren pérdidas.

Kirzner (1997, p.72) sostiene, más recientemente, que los emprendedores pueden incurrir en pérdidas cuando malinterpretan las condiciones del mercado. “La osadía y la imaginación empresarial pueden ocasionar puras pérdidas empresariales como también puras ganancias. Las acciones equivocadas de los emprendedores significan que han malinterpretado al mercado, posiblemente empujando al precio y los niveles de producción en direcciones que no son equilibrantes”. Pero aún esta formulación deja en claro que son las *acciones* equivocadas –no los *descubrimientos* equivocados- las que llevan a las pérdidas. La mala interpretación de las condiciones del mercado conduce a pérdidas sólo si el emprendedor ha invertido recursos en un proyecto basado en esta mala interpretación. Es el fracaso en anticipar las condiciones futuras del mercado correctamente lo que causa las pérdidas. No parece claro describir esto como un descubrimiento erróneo, en lugar de una asunción errónea de la incertidumbre.(7)

Mises, por el contrario, identifica consistentemente la empresarialidad tanto con las ganancias como con las pérdidas. “Existe una simple regla para distinguir a los emprendedores de los no-emprendedores. Los emprendedores son aquellos en quienes recaen las pérdidas sobre el capital empleado”(Mises, 1951, p. 112). Más aún, si bien Mises en verdad reconoce el elemento empresarial en toda la acción humana, resulta claro que las pérdidas potenciales de los capitalistas-emprendedores son particularmente importantes:

“Mises aplica el concepto de emprendedor a todos los casos de asunción de incertidumbre, y como los trabajadores enfrentan incertidumbre al decidir dónde localizarse o que ocupación tomar, los trabajadores son también emprendedores. Pero el caso más importante de empresarialidad, la fuerza motivante en la formación de la estructura actual de producción en la economía de mercado, son los capitalistas-emprendedores, aquellos que comprometen y arriesgan su capital decidiendo dónde, qué y cuánto producir. Los capitalistas, también, están más sujetos a las pérdidas monetarias de lo que lo están los trabajadores”(Rothbard, 1985, p. 282).(8)

Mises es cuidadoso en distinguir la función empresarial de la función administrativa, la realización de aquellas tareas especificadas por el capitalista-emprendedor. “Aquellos que confunden la función empresarial con la administración cierran sus ojos al problema económico” (Mises, 1949, p.708). Son los capitalistas-emprendedores quienes controlan la asignación de capital entre las distintas ramas de la industria.

Resulta claro de esta formulación que el capitalista-emprendedor debe poseer propiedad. No puede invertir sin la propiedad previa de capital financiero. El tratamiento que hace Menger (1871, pp. 159-61) de la producción incluye a las funciones empresariales del cálculo económico, el “acto de voluntad”, y la “supervisión de la ejecución del plan de producción”. Estas funciones “presumen la posesión de propiedad y, por lo tanto, marcan al emprendedor

Mengeriano como un emprendedor-capitalista” (Salerno, 1998, p.30). Menger describe la “dirección de los servicios del capital” como un “prerequisito necesario” para la actividad económica. Aun en las grandes empresas, aunque pueda emplear a “varios colaboradores”, el emprendedor mismo continúa asumiendo la incertidumbre, realizando el cálculo económico y supervisando la producción, pese a que estas funciones “están confinadas en última instancia...a determinar la asignación de porciones de riqueza a objetivos productivos particulares sólo por categorías generales, y para seleccionar y controlar a las personas” (Menger, 1871, pp. 160-61; citado en Salerno, 1998, p.30).(9) Una Teoría Austríaca de la Firma, por lo tanto, es esencialmente una teoría acerca de la propiedad y uso del capital. Como Yu (1998, p.7) afirma, “la firma Austríaca es una colección de recursos de capital”.

Desgraciadamente, la literatura Austríaca sobre la firma confunde a menudo la función empresarial con la innovación, el planeamiento estratégico, el liderazgo, y otras funciones más adecuadamente asociadas con la administración que con la propiedad. Witt (1998a, 1998b), por ejemplo, describe la función empresarial como una forma de “liderazgo cognitivo”. Witt (1998b) desarrolla una potencial teoría austríaca de la firma combinando la literatura reciente en psicología cognitiva con el concepto de función empresarial de Kirzner. Los emprendedores requieren factores complementarios de producción, sostiene, los que son coordinados dentro de la firma. Para que la firma sea exitosa, el emprendedor debe establecer un marco tácito, compartido, de objetivos –lo que la literatura de la administración llama “liderazgo”. Una apropiada teoría austríaca de la firma, entonces, debe tomar en cuenta las formas en que los emprendedores comunican sus concepciones de negocios dentro de la organización.

El problema con este argumento es que si bien el liderazgo organizacional es sin duda importante, no es particularmente ‘empresarial’. La función empresarial tiene poco que ver con la existencia de un plan de negocios, la comunicación de una “cultura corporativa” u otras dimensiones del liderazgo empresario; éstos son atributos de un *administrador* exitoso, quien puede o no ser un emprendedor.(10) No sólo eso, aun si la capacidad de administración en el nivel superior fuera lo mismo que la función empresarial, no resulta claro porque el “liderazgo cognitivo” -la comunicación tácita de formas de pensamiento, capacidades centrales, y otras similares- debería ser más “empresarial” que otras tareas administrativas comparativamente más mundanas como la estructuración de incentivos, la limitación del oportunismo, la administración de recompensas, etc.

4.2. *El cálculo económico*

Todos los emprendedores, particularmente los capitalistas-emprendedores, utilizan el cálculo económico como su herramienta primaria en la toma de decisiones. Entendemos por cálculo económico simplemente el uso de precios actuales y precios futuros anticipados para comparar los costos actuales con los beneficios futuros esperados. De esta forma, el emprendedor decide qué bienes y servicios deberían ser producidos, y qué métodos de producción deberían ser utilizados para producirlos. “El negocio del emprendedor no es solamente experimentar con nuevos métodos tecnológicos, sino seleccionar dentro de la multitud de métodos tecnológicos posibles aquellos que mejor permiten proveer al público en la forma más barata de las cosas que están demandando más urgentemente” (Mises, 1951, p. 110). Para hacer esta selección, el emprendedor debe poder evaluar los costos y los beneficios esperados de distintos cursos de acción.

La necesidad del cálculo económico coloca límites finales al tamaño de la organización (Klein, 1996). En verdad, muchos autores han reconocido las conexiones entre el debate sobre el

cálculo económico y los problemas de organización interna (Montias, 1976; Williamson, 1991). Kirzner (1992, p.162), por ejemplo, interpreta los costos de la organización interna en términos del problema del conocimiento planteado por Hayek: “En un mercado libre, cualquier ventaja que pueda obtenerse de la ‘planificación centralizada’...se obtiene al precio de un mayor problema de conocimiento. Podemos esperar que las firmas se expandan espontáneamente hasta el punto en que las ventajas adicionales de la planificación ‘central’ sean canceladas por las crecientes dificultades del conocimiento que surgen de la información dispersa.”

¿Qué genera, precisamente, este problema de conocimiento? La literatura predominante sobre la firma se centra en su mayor parte en los costos de los intercambios en el mercado, y mucho menos en los costos de dirigir los intercambios internos. Las nuevas investigaciones tienen aún que producir una explicación satisfactoria sobre los límites del tamaño de la empresa (Williamson, 1985, capítulo 6). En palabras de Coase, “¿Porqué el emprendedor no organiza una actividad menos, o una más?” O, más generalmente, “¿Porqué no se realiza toda la producción dentro de una sola gran firma?”(Coase, 1937, pp. 42-43). Las explicaciones contractuales existentes se basan en problemas de autoridad y responsabilidad (Arrow, 1974); distorsiones en los incentivos causadas por los derechos de propiedad residuales (Grossman y Hart, 1986; Holmström y Tirole, 1989; Hart y Moore, 1990); y los costos de intentar reproducir aspectos de mercado en la dirección interna (Williamson, 1985, capítulo 6). Rothbard (1962, pp. 544-50) ofreció una explicación sobre los límites verticales de la firma basada en la afirmación de Mises que el cálculo económico bajo el socialismo es imposible. Rothbard sostuvo que la necesidad de cálculo monetario en términos de precios actuales no solamente explica los fracasos de la planificación central bajo el socialismo, también coloca un límite superior en el tamaño de la firma.

El argumento de Rothbard comienza con el reconocimiento de que la posición de Mises respecto al cálculo económico socialista no es exclusivamente, ni siquiera principalmente, sobre el socialismo. Es sobre el papel de los precios de los bienes de capital. Los emprendedores asignan recursos basados en sus expectativas sobre precios futuros, y la información contenida en los precios presentes. Para obtener ganancias, necesitan información sobre todos los precios, no solamente los precios de los bienes de consumo sino sobre los precios de los factores de producción. Sin mercados para los bienes de capital, estos bienes no pueden tener precios y, por lo tanto, los emprendedores no pueden elaborar juicios acerca de la escasez relativa de estos factores. En cualquier entorno –socialista o no- donde un factor de producción no tenga precio de mercado, un usuario potencial de ese factor no podrá tomar decisiones racionales sobre su uso. Expresado de esta forma, la afirmación de Mises es simplemente que la asignación eficiente de recursos en una economía de mercado requiere el buen funcionamiento de los mercados de activos. Para tener dichos mercados, los factores de producción deben ser propiedad privada.

La contribución de Rothbard fue generalizar el análisis de Mises sobre este problema bajo el socialismo al contexto de la integración vertical y el tamaño de la organización. Escribe Rothbard en *Man, Economy and State* que hasta un cierto punto, el tamaño de la firma es determinado por los costos, como en el modelo de los libros de texto. Sin embargo, “los límites finales sobre el tamaño relativo de la firma son impuestos por la necesaria existencia de *mercados* para cada factor, de forma tal que sea posible para la firma calcular sus ganancias y pérdidas”(Rothbard, 1962, p.536). Este argumento descansa en la noción de “costos implícitos”. El valor de mercado de los costos de oportunidad de los servicios de los factores -lo que Rothbard denomina “estimaciones de ingresos implícitos”- puede ser determinado solamente si existen mercados externos para esos factores (pp. 542-44). Por ejemplo, si un emprendedor se contrata a sí mismo para dirigir el negocio, el costo de oportunidad de su trabajo debe ser

incluido dentro de los costos de la firma. Sin embargo, sin un verdadero mercado para los servicios administrativos del emprendedor, no podrá evaluar este costo de oportunidad; sus balances serán menos exactos de lo que serían si pudiera medirlo.

El mismo problema afecta a la firma que posee múltiples etapas de producción. Una firma grande, integrada, está típicamente organizada en centros de negocios semi-autónomos, cada uno de ellos especializándose en un determinado producto intermedio o final. La administración central de la firma utiliza los ingresos implícitos de las unidades de negocios, tal como se reflejan en los informes divisionales de pérdidas y ganancias, para asignar el capital físico y financiero entre las divisiones. Para computar las pérdidas y ganancias divisionales, la firma necesita un precio de transferencia económicamente significativo para los bienes y servicios transferidos internamente. Si existe un mercado externo para el componente, la firma puede utilizar el precio de mercado como el precio de transferencia. Sin un precio de mercado, sin embargo, el precio de transferencia debe ser estimado, ya sea en base al costo-más o mediante la negociación entre las divisiones compradoras y vendedoras (Gabor, 1984; Eccles y White, 1988; King, 1994). Estos precios de transferencia estimados contienen menos información que los verdaderos precios de mercado.

El uso de bienes intermedios intercambiados internamente para los cuales no hay un mercado externo de referencia introduce distorsiones que reducen la eficiencia de la organización. Esto nos brinda el elemento faltante en las teorías contemporáneas de la organización económica, un límite superior: la firma está constreñida por la necesidad de mercados externos para todos los productos intercambiados internamente. En otras palabras, ninguna firma puede llegar a ser tan grande hasta que sea el único productor y usuario de un bien intermedio porque entonces no habrá precios de transferencia basados en el mercado, y la firma no podrá calcular las pérdidas o ganancias divisionales y, por ende, no podrá asignar recursos correctamente entre divisiones.(11) Por supuesto, la organización interna evita el problema de dependencia hacia un único proveedor externo; supuestamente este beneficio podría superar el incremento de la “incalculabilidad” (Rothbard, 1962, p.548). En general, sin embargo, los costos de la pérdida de calculabilidad probablemente excederán los costos de la contratación externa.(12)

Como Kirzner (1992), Rothbard consideró esta contribución como consistente con el marco básico coasiano. En una elaboración posterior de este argumento (Rothbard, 1976, p.76) sostiene que su propio tratamiento de los límites de la firma...

sirve para extender el notable análisis del profesor Coase sobre la determinación en el mercado del tamaño de la firma, o el alcance relativo de la planificación empresaria dentro de la firma contra el uso de intercambios y del mecanismo de los precios. Coase señaló que existen beneficios decrecientes y costos crecientes para cada una de estas dos alternativas, resultando, como lo dijera, en una ‘cantidad óptima de planificación’ en el sistema de mercado libre. Nuestra tesis agrega que los costos de la planificación empresarial interna se vuelven prohibitivos cuando comienzan a desaparecer los mercados de bienes de capital, por lo que el óptimo del mercado libre siempre se encontrará bastante antes no sólo de Una Gran Compañía en todo el mercado mundial sino también de *cualquier* desaparición de mercados específicos y, por ende, del cálculo económico en ese producto o recurso (Rothbard, 1976, p.76).

La “planificación central” dentro de la firma, entonces, es posible solamente cuando la firma existe dentro de un entorno de mercado mayor.(13)

El argumento de Rothbard acerca de los límites del tamaño de la firma tiene ciertas implicancias para la investigación en las áreas de organización industrial y estrategia de negocios. Primero, todo lo demás siendo igual, las firmas que puedan utilizar precios de transferencia basados en el mercado deberían eventualmente superar a aquellas firmas que utilizan precios de transferencia administrados o negociados. Segundo, la innovación ha de ser particularmente difícil en industrias donde son pocas las capacidades de producción relevantes que existen en el mercado (Langlois y Robertson, 1995). Debido a que es más probable que las firmas innovadoras utilicen bienes intermedios y procesos de producción únicos, la innovación trae junto a sus beneficios el costo de más severas distorsiones internas. El cálculo económico es, entonces, otro obstáculo que el innovador debe superar. Tercero, la asignación de gastos fijos entre las divisiones será particularmente problemática. Si un insumo es esencialmente indivisible (o no se puede excluir a sus usuarios), entonces no hay forma de computar el costo de oportunidad de tan sólo la parte del insumo utilizado por una división particular (ver Rogerson, 1992, con una discusión de estos problemas)(14). Las firmas con costos generales elevados deberían encontrarse en desventaja relativa en relación con las firmas que pueden asignar esos costos más precisamente entre las unidades de negocios. En la literatura sobre contabilidad de costos ha habido recientemente algún interés en la “contabilidad simulando al mercado” (Staubus, 1986), por la cual las firmas tratan de evaluar el precio al cual un activo se comercializaría en un mercado activo, basado en los precios de mercado observados y otra información. La posición de Rothbard sobre los límites al tamaño de la firma sugiere que el enfoque de la simulación del mercado puede llegar a ser una técnica contable útil.

5. Mercados de capital

Si el capitalista-emprendedor es la fuerza motora detrás de la economía industrial, de mercado, entonces los economistas deberían centrar su atención en los mercados financieros, el principal ámbito del capitalista-emprendedor. Aquí es donde se realiza la principal forma de empresarialidad. Por supuesto, en la tradicional teoría de la firma basada en la función de producción, los mercados de capital no hacen más que proveer de capital financiero a los administradores, los que pueden obtener tanto capital como deseen al precio de mercado. En un análisis más sofisticado, los administradores no deciden cuánto capital quieren; los capitalistas deciden adónde debe ser asignado ese capital. Al hacerlo, proveen la disciplina esencial al administrador de fábrica, al que Mises (1949, p. 304) llama el socio “*menor*” del emprendedor.

Cuando los capitalistas proveen de recursos a las firmas, usualmente delegan en administradores la responsabilidad diaria por el uso de esos recursos. Los administradores pueden así utilizarlos para beneficiarse a sí mismos, más que a los capitalistas. El problema de la discreción administrativa –lo que ahora llamamos el problema agente-principal- ocupa gran parte de la actual investigación en la teoría de la firma. ¿Bajo qué condiciones pueden los administradores ejercer una conducta discrecional? ¿Qué clase de normas, o mecanismos, pueden ser diseñados para alinear los intereses de los administradores con los de los propietarios? ¿Sin reglas efectivas, qué acciones elegirán tomar los administradores? Una aplicación inicial fue la “separación de la propiedad y el control” en la corporación moderna. Berle y Means (1932) sostuvieron que la firma moderna no es manejada por sus propietarios, los accionistas, sino por administradores asalariados, cuyos intereses son diferentes de los de los accionistas e incluyen privilegios ejecutivos, prestigio y otras recompensas similares. Si la propiedad de la firma está muy dividida, ningún accionista individual tiene motivación suficiente para dedicarse a un costoso control de las decisiones de los administradores, y por ende la

discreción va a florecer a expensas del valor de mercado de la firma. Sin embargo, Berle y Means no consideraron cómo los propietarios pueden limitar la discreción ex ante, sin la necesidad de un control detallado ex post.

La teoría de la agencia –ahora el lenguaje estándar en finanzas corporativas- trata estos problemas. Como la desarrollaran Jensen y Meckling (1976), Fama (1980), Fama y Jensen (1983) y Jensen (1986), la teoría de la agencia estudia el diseño de mecanismos de incentivos compatibles ex ante para reducir los costos de agencia en vista del potencial riesgo moral (malversación) por parte de los agentes. Los costos de agencia son definidos por Jensen y Meckling (1976, p. 308) como la suma de “(1) los gastos de control del principal, (2) los gastos de su compromiso por el agente, y (3) la pérdida residual”. La pérdida residual representa las ganancias potenciales del intercambio que no se obtienen debido a que no se pueden implementar incentivos perfectos para los agentes cuando las acciones de los agentes no son observables. En un modelo de agencia típico, un principal asigna a un agente una determinada tarea (cierta producción, por ejemplo), pero tiene sólo una señal imperfecta sobre el rendimiento del agente (esfuerzo, por ejemplo). El problema de la agencia es análogo al problema de extracción de señales popularizado en macroeconomía por Lucas (1972): ¿Qué parte del resultado observado se debe al esfuerzo del agente, y qué parte se debe a factores que están fuera de su control? El contrato con incentivos óptimos balancea el deseo del principal de proveer incentivos para incrementar el esfuerzo del agente (por ejemplo, basando su compensación en el resultado) con el deseo del agente de asegurarse contra las fluctuaciones en compensación que producen esos efectos aleatorios.

Los propietarios de las empresas (accionistas) utilizan una variedad de controles o mecanismos de dirección para limitar la discreción administrativa descrita por Berle y Means. Pueden emplearse controles de dirección tanto “internos” como “externos”. Internamente, los propietarios pueden establecer un directorio para supervisar las acciones de los administradores. Pueden utilizar mecanismos de compensación basados en la performance para motivar a los administradores a actuar en interés de los propietarios (por ejemplo, dando a los administradores opciones de acciones en lugar de bonos en efectivo). Pueden adoptar una determinada forma organizacional, como la “estructura M” (matricial), en la que la discreción administrativa es más fácilmente controlada (Williamson, 1975). Finalmente, pueden confiar en la competencia dentro de la firma para la designación de los cargos más altos –lo que Fama (1980) llama mercados internos para administradores- para limitar la conducta discrecional de los administradores más importantes.

Aun más importantes son las fuerzas externas que ayudan a alinear los intereses de los administradores con los de los accionistas. La competencia en el mercado de productos, por ejemplo, asegura que las firmas cuyos administradores aplican demasiada conducta discrecional fracasarán, costando a los administradores sus empleos. En países donde se permite la banca universal, grandes accionistas como los bancos pueden ejercer considerable influencia sobre la conducta de los administradores. El mecanismo de control de dirección externo que ha recibido la mayor parte de la atención es el mercado de la propiedad misma, “el mercado del control de las empresas”.

El ensayo de Henry Manne, “Mergers and the Market for Corporate Control” (1965), respondió a Berle y Means destacando que la discreción administrativa será limitada si existe un mercado activo por el control de las empresas. Cuando los administradores siguen conductas discrecionales el precio de la acción de la firma baja, y esto invita a la adquisición de la misma y el subsiguiente reemplazo de los entonces administradores. Por lo tanto, si bien los

administradores pueden tener una autonomía considerable en las operaciones diarias de la firma, el mercado accionario coloca límites estrictos en su accionar.

Mises expone el mismo punto general en *Acción Humana* (1949) distinguiendo entre lo que llama “administración por ganancias” y “administración burocrática” (pp. 308-11). Es verdad, Mises reconoce, que los administradores asalariados en una empresa tienen considerable autonomía en las operaciones diarias de la firma. Sin embargo, los accionistas toman las decisiones en última instancia asignando recursos a la firma, en sus decisiones de compra y venta de acciones:

La doctrina [Berle-Means] descarta por completo el papel que el mercado financiero y de capitales, el mercado de acciones y bonos que un idioma pertinente simplemente llama “el mercado”, juega en la dirección del negocio empresario... [L]os cambios en los precios de las acciones ordinarias y preferidas y de los bonos de empresas son los medios utilizados por los capitalistas para el control supremo del flujo de capital. La estructura de precios como resulta determinada por las especulaciones en los mercados financieros y de capital y en los grandes mercados de *commodities* no solamente decide cuánto capital está disponible para la dirección de los negocios de cada empresa sino que crea un estado de cosas a la que los administradores deben ajustar sus operaciones en detalle (p. 303).

Mises no identifica el mecanismo de adquisiciones per se como un medio por el cual los capitalistas ejercen control –las adquisiciones eran mucho menos populares a fines de los años 50 cuando la oferta abierta comenzó a reemplazar a la acción por medio de mandatarios como la forma preferida de adquisición- pero el punto central resulta claro: la verdadera base del sistema de mercado no es el mercado de productos, el mercado del trabajo, o el mercado de la administración, sino el mercado de capitales, donde los juicios y decisiones empresariales se realizan.(15)

El tratamiento de Mises sobre la importancia de los mercados financieros es también la clave para su refutación final a Lange, Lerner y otros críticos socialistas de mercado a su argumento sobre el cálculo económico en *Acción Humana* Mises, 1949, pp. 698-715). Estos socialistas de mercado, sostuvo, no lograron comprender que la tarea principal que realiza el sistema de mercado no es establecer precios de los productos de consumo, sino la asignación de capital financiero entre las distintas ramas de la industria. Al centrarse en las decisiones sobre precios y producción dentro de una estructura *dada* de capital, los socialistas ignoran el papel vital de los mercados de capital.

6. Hacia una Teoría Austríaca del control de la dirección de la empresa

Siendo que la empresariedad en el mercado financiero es el rasgo definitivo de una economía de mercado, el cálculo económico es la principal herramienta del capitalista-emprendedor, y ese cálculo económico requiere del buen funcionamiento de los mercados de capitales, ¿qué pueden hacer los capitalistas-emprendedores para guiar sus relaciones con los administradores operativos? ¿Cuál debería ser la base de una Teoría Austríaca del control de la dirección de la empresa? Esta sección sugiere cuatro áreas que los austríacos deberían considerar: el concepto de la firma como una inversión; la relación entre los mercados de capitales internos y externos; mecanismos de control de la dirección alternativos y financistas como emprendedores. Consideraremos cada uno de ellos.

6.1. Las firmas como inversiones

Debido a que el propietario, y no el administrador, es quien toma la decisión final, la Teoría Austríaca de la firma debería comprender dos elementos: una teoría de la inversión (finanzas corporativas) y una teoría de cómo los inversores proveen incentivos a los administradores para utilizar estos recursos eficientemente (control de la dirección de la empresa). En los textos de microeconomía, por el contrario, el capital que los inversores dan a la firma es considerado como tan sólo otro factor de producción. Su precio, “el precio del alquiler del capital” o interés, es simplemente otro costo para el productor. Todo exceso de ingresos sobre costos, incluyendo el costo del capital, va al administrador (algunas veces denominado erróneamente el emprendedor). Este residual llamado “ganancia” no es una ganancia en el sentido misiano.

Desde la perspectiva de la propiedad, como la desarrollaron Gabor y Pearce (1952, 1958), Vickers (1970), Moroney (1972), y otros, la firma es vista como una *inversión*. El objetivo de la firma es maximizar el retorno del capital invertido. Este capital financiero puede ser considerado un factor de producción, pero es un factor especial, el factor “controlante” que recibe los resultados netos de la operación. Otros factores, como el trabajo (incluida la administración) y el capital físico, son considerados como factores “contratados” que reciben un pago fijo. Los servicios del administrador principal son así tratados como un costo, mientras que el inversor es considerado como el dueño del residual. También nótese que debido a que el capitalista soporta el riesgo que la inversión fracase, al invertir se ha convertido en un emprendedor. Más aun, en la medida que el emprendedor (como un descubridor kirzneriano) se contrata a sí mismo como un administrador asalariado, su compensación no es una ganancia empresarial; es un costo para el propietario de la firma (Rothbard, 1985, p.283).

Esto tiene implicancias significativas para la conducta de la firma. Primero, la firma no va a expandir siempre la producción hasta el punto en el que el ingreso marginal iguale el costo marginal. Porque si la firma está obteniendo ingresos netos positivos en su actual nivel de producción, en lugar de incrementar la producción hasta que el retorno marginal caiga a cero, podría simplemente tomar esos retornos y emplearlos en otro lado, ya sea en establecer una nueva firma en la misma industria o diversificarse a una industria nueva (Gabor y Pearce, 1952, p.253). La escala eficiente de producción está determinada por las oportunidades de inversión externas, no simplemente por los retornos marginales de un solo tipo de producción.

En verdad, es fácil mostrar que bajo ciertos supuestos débiles, el nivel de producción que maximiza la *tasa* de ganancias es menor que el nivel de producción que maximiza el *nivel* de ganancias. Consideremos una función de producción estándar, cóncava; agreguemos un “requerimiento de capital financiero”, la cantidad de capital requerida para financiar un determinado nivel de producción. En la medida que el requerimiento de capital financiero crece con la producción, el nivel de producción que maximiza la tasa de ganancias –ganancias divididas por el capital financiero requerido para financiar el nivel de producción– es menor que el nivel de producción que maximiza el nivel de las ganancias. Desde la perspectiva del capitalista, la producción debería expandirse hasta el punto en que el retorno sobre el último dólar de capital financiero es igual al costo de oportunidad del último dólar de capital financiero. Pero en tanto y cuanto el administrador no es libre de invertir su capital financiero en otro lugar, las curvas de costos del administrador no reflejan este costo de oportunidad. Por ende, el administrador elige un nivel de producción más alto que el que maximiza el retorno del capital.

Significativamente, por cuestiones de contabilidad interna, las firmas están típicamente estructuradas de forma que el objetivo de cualquier unidad operativa es maximizar el retorno

sobre su capital invertido. De hecho, no sólo establecen divisiones como unidades de negocios (*profit centers*), como se discutiera antes, sino que agrupan a estas unidades en lo que comúnmente se llaman centros de inversión (*investment centers*). Reece y Cool (1978) estudiaron 620 de las firmas más importantes en los Estados Unidos en 1978 y encontraron que el 74% tenía centros de inversión. Estas subunidades son generalmente evaluadas según un criterio de retorno sobre la inversión (ROI), tal como la tasa de ingreso neto contable generado por el centro de inversión dividido por el total de activos invertidos en él. Más recientemente, medidas tales como el ingreso residual y el “valor económico agregado” (EVA) se han vuelto más populares como una alternativa al ROI (Stern, Stewart y Chew, 1995). El punto es que las divisiones individuales están siendo evaluadas sobre la misma base que la misma empresa –es decir, la clase de retorno que se genera sobre los recursos financieros invertidos.

Segundo, el concepto de la firma-como-inversión relaciona estrechamente la literatura sobre fusiones y adquisiciones como una forma de inversión a nivel de la firma (Bittlingmayer, 1996; Andrade y Stafford, 1997). Una vez que los administradores han adquirido recursos financieros de los capitalistas, estos administradores tienen cierta discreción sobre cómo invertirlos. Para suplementar las formas “normales” de inversión en el ámbito de la firma –gastos de capital e investigación y desarrollo- los administradores pueden elegir comprar activos de firmas existentes a través de fusiones. Una fusión podría ser una forma diferente de inversión; Andrade y Stafford (1997) encuentran, por ejemplo, que las fusiones en ciertas industrias tienden a agruparse en ciertos períodos, mientras que las estadísticas de otras formas de inversión tienden a permanecer constantes. Esto sugiere que la actividad de fusiones es alentada por impactos políticos o industriales específicos, como la desregulación, el nacimiento del financiamiento por medio de bonos basura, y la creciente competencia externa (Mitchell y Mulherin, 1996). Sin embargo, las fusiones serán evaluadas por el retorno que generan, como cualquier otra inversión.

6.2. Mercados internos de capitales

En su extensión del marco coasiano, Williamson (1975, 1981) describe a la moderna empresa multidivisional o “forma-M” como un medio para la asignación interna de capital. Los mercados de capital asignan capital entre empresas individuales. En la firma multidivisional, diversificada, por el contrario, los recursos son asignados internamente, cuando el emprendedor distribuye fondos entre divisiones/unidades de negocios. Este “mercado interno de capitales” replica los papeles asignativos y disciplinarios de los mercados de capitales, desviando recursos hacia las líneas de producción más rentables.(16) Coase sostuvo que las firmas “suplantán” a los mercados cuando los costos de transacción de los intercambios en el mercado exceden a los de la producción interna. Williamson agrega que las firmas diversificadas, multidivisionales, “suplantán” a los mercados de capitales cuando los costos del financiamiento externo exceden los de la asignación interna de recursos.

Según la teoría de los mercados internos de capital, las firmas diversificadas surgen cuando las limitaciones del mercado de capitales permiten que la administración interna asigne y maneje fondos más eficientemente que el mercado externo de capitales. Estas eficiencias pueden provenir de distintas fuentes. Primero, la dirección general de la firma tiene típicamente acceso a información que no está disponible a terceros, la que obtiene a través de su propia auditoría interna y otras fuentes de información (Williamson, 1975, pp. 145-147).(17) Segundo, los administradores dentro de la firma pueden también estar más predispuestos a revelar información a la dirección general que a terceros, ya que revelar la misma información al mercado de capitales lo haría también a las firmas competidoras, dañando potencialmente la posición

competitiva de la firma. Tercero, la dirección general puede también intervenir selectivamente, realizando cambios marginales a los procedimientos operativos de las divisiones, mientras que el mercado externo puede disciplinar una división solamente subiendo o bajando el precio de la acción de toda la firma. Cuarto, la dirección general tiene derechos residuales de control que los proveedores de financiamiento externo no tienen, haciendo más fácil la transferencia de activos de las divisiones con flojos resultados (Gertner, Scharfstein, y Stein, 1994). Más generalmente, estos derechos de control permiten a la dirección general agregar valor realizando la “selección de ganadores” entre proyectos competitivos cuando es restringido el crédito a la empresa en su conjunto (Stein, 1997). Quinto, el mercado de capitales interno puede reaccionar más “racionalmente” a la nueva información: aquellos que asignan fondos sólo tienen que tener en cuenta sus propias expectativas sobre los retornos de una inversión en particular, y no sus expectativas acerca de las expectativas de otros inversores. Por ello no habría burbujas u olas especulativas.

Bhide (1990) utiliza el marco conceptual de los mercados internos de capitales para explicar tanto la ola de fusiones y adquisiciones de los años 60 como las desinversiones de los años 80, considerando estos desarrollos como respuestas a cambios en las eficiencias relativas del financiamiento interno y externo. Por ejemplo, el reposicionamiento empresarial puede explicarse como una consecuencia del crecimiento de las adquisiciones por ofertas públicas antes que por medio de apoderados, la emergencia de nuevas técnicas e instrumentos financieros como las “compras apalancadas” (*leveraged buyouts*) y bonos de alto rendimiento, y la aparición de especialistas en adquisiciones y desinversiones como Kohlberg Kravis Roberts, los que cumplieron funciones de dirección general de un conglomerado (Williamson, 1992). Más aun, el nacimiento de los conglomerados en los años 60 puede rastrearse en la emergencia de la empresa de forma-M. Debido a que la estructura multidivisional considera a las unidades de negocios como unidades semi-independientes, es mucho más fácil para la empresa de forma-M expandirse vía adquisiciones de lo que lo es para la tradicional estructura unitaria. Las nuevas adquisiciones pueden ser integradas sin mayores traumas cuando pueden preservar buena parte de su estructura interna y retener el control diario de las operaciones. En este sentido, el conglomerado podría emerger sólo después que la estructura multidivisional se haya difundido extensamente en el sector empresarial.

Las ventajas de los mercados internos de capitales, entonces, explican porqué la diversificación puede incrementar el valor de la firma. Durante los años 60, los emprendedores aprovecharon las imperfecciones del mercado de capitales (muchas de ellas debidas a interferencia reguladora) para formar firmas grandes, altamente diversificadas (Hubbard y Palia, 1998; Klein, 1998b). También se beneficiaron del gasto público en alta tecnología y otras industrias relacionadas con la defensa, las que eran particularmente aptas para la adquisición. En las dos décadas subsiguientes, el funcionamiento del mercado de capitales mejoró, reduciendo las ventajas del mercado interno de capitales de las firmas conglomeradas.

Si los emprendedores tienen una habilidad especial para manejar información y asignar recursos financieros dentro de la firma –si las firmas diversificadas “suplantan” a los mercados externos de capitales- entonces, ¿porqué se necesitan mercados de capitales? ¿Porqué, parafraseando la segunda pregunta de Coase (1937, pp.42-43), no organizar la economía como un solo conglomerado gigante? La respuesta es que el argumento sobre las ventajas del mercado interno de capitales no se sostiene hasta allí; se aplica sólo a empresas que están ellas mismas envueltas en competencia rival. Esta situación, a su vez, implica límites estrictos al tamaño de la firma, aun para conglomerados grandes.

El argumento de la eficiencia de los mercados de capitales internos es que, comparado con inversores externos, el emprendedor puede extraer información *adicional* sobre los requerimientos y desempeños divisionales. No es que el conocimiento del emprendedor *substituya* al conocimiento imbuido en los precios de mercado. Para evaluar los méritos de una propuesta inversión, los administradores de una conglomerado diversificado confían todavía en los precios de mercado para calcular los beneficios y costos (monetarios) esperados. La contabilidad interna no es un sustituto de los precios monetarios; simplemente utiliza la información contenida en una forma particular. Cuando los precios de los bienes de capital son distorsionados –por ejemplo, debido a las regulaciones del mercado financiero- entonces el conocimiento adicional del emprendedor es tanto más valioso. Por lo tanto, en esas condiciones deberíamos encontrar un crecimiento de la empresa de forma-M, asignando recursos vía mercado de capitales internos. Durante los años 60 eso es exactamente lo observado.

Entendido correctamente, la hipótesis de los mercados internos de capital no afirma que éstos *suplantán* a los mercados financieros. Dice que los mercados internos de capital *suplementan* a los mercados externos. Hasta Harold Geneen de ITT, James Ling de LTV, “Tex” Thornton de Litton y otros conglomerados de los años 60 estaban limitados por la necesidad de cálculo económico en términos de precios monetarios. Los “niños sabios” de Thornton han sido criticados por su defensa de la “administración científica” o “administración por números”. Sin embargo, las técnicas de Thornton fueron muy exitosas en Litton. Fue solamente cuando su discípulo Robert McNamara trató de aplicar las mismas técnicas en un entorno ajeno al mercado –la guerra de Vietnam- que los límites de la “administración científica” quedaron revelados.(18)

6.3. Análisis comparativo del control de la dirección empresarial

¿Cómo se comparan los distintos sistemas de control de la dirección empresarial? Los últimos años hemos visto el crecimiento de la nueva literatura sobre el “análisis comparativo del control de la dirección empresarial”, el estudio de medios alternativos para gobernar las relaciones entre los propietarios de las empresas y los administradores. La comparación típica es entre los sistemas centrados en mercados accionarios como los de Estados Unidos o el Reino Unido y los sistemas centrados en los bancos como los de Alemania y Japón (Roe, 1994, 1997; Gilson y Black, 1997; Milhaupt, 1997). Según Roe, el fenómeno que denomina “administradores fuertes, propietarios débiles” no es resultado del proceso de mercado sino de las restricciones legales al control y la propiedad de la firma. En los Estados Unidos, por ejemplo, los bancos y otras instituciones financieras tienen prohibida la propiedad de firmas; las leyes anti-monopolios prohíben combinaciones industriales como los *keiretsu* japoneses; y las restricciones a las adquisiciones diluyen los efectos del mecanismo de compra de empresas. Leyes que requieren una propiedad dispersa crean lo que Roe denomina la “empresa Berle-Means”, en la cual “la propiedad fragmentada traslada el poder en la firma hacia los administradores” (p. 93).

Mises plantea un argumento similar en *Acción Humana*. Allí, destaca que “la emergencia de una clase administradora omnipotente no es un fenómeno de la economía de mercado irrestricta”, sino un resultado de políticas gubernamentales (Mises, 1949, p. 307). Aquí expande su análisis anterior en *Bureaucracy* (1944, p.12), donde ataca la afirmación de que la burocracia surge naturalmente del tamaño de la empresa. Mises concibe a la burocracia como la conducta que sigue normas, en oposición a la búsqueda de beneficios. Reserva el término “administración burocrática” para el manejo de las actividades que no tienen un valor monetario en el mercado. En tanto los insumos y los productos de la firma tengan precios de mercado, los administradores de una firma tendrán la información provista por los precios de mercado para evaluar la

eficiencia de las distintas divisiones y secciones dentro de la firma. Los administradores subalternos pueden recibir amplia discreción para las decisiones operativas diarias, sin la búsqueda de beneficios.(19) Si una organización produce un bien o servicio que no tiene precio de mercado –el producto de una agencia gubernamental, por ejemplo- entonces los administradores subalternos deben recibir instrucciones específicas sobre cómo realizar sus tareas.

El hecho que los administradores en una empresa privada tengan discrecionalidad en las decisiones diarias, sostiene Mises, no convierte a la firma en “burocrática”. “Ninguna empresa que busque ganancias, sin importar cuan grande sea, ha de convertirse en burocrática siempre que las manos de sus administradores no sean atadas por la interferencia gubernamental. La tendencia hacia la rigidez burocrática no es inherente a la evolución de los negocios. Es un resultado de la intromisión gubernamental en los negocios” (Mises, 1944, p.12). Con esto Mises quiere señalar que la interferencia gubernamental impide al emprendedor el uso del cálculo económico y el intento de utilizar precios para imponer disciplina administrativa. Mises da tres ejemplos (pp. 64-73): los impuestos y las regulaciones de precios interfieren con los beneficios empresarios (distorsionando una señal muy importante de la performance administrativa); las leyes que interfieren con la contratación y promoción (incluyendo la necesidad de contratar personal de relaciones públicas, de asuntos legales y contables para cumplir con los requerimientos informativos del gobierno); y la amenaza omnipresente de una arbitraria acción anti-monopólica o reguladora, en respuesta a lo cual los emprendedores deben volverse adeptos a la “diplomacia y el soborno” (p.72). Los efectos de las restricciones legales sobre el control de la dirección de la empresa y la estructura organizacional es un área de creciente importancia, y se hace necesaria mayor investigación desde una perspectiva austríaca.

6. 4. Financistas como emprendedores

Como se discutiera antes, el mercado por el control de las empresas coloca límites estrictos en la capacidad de los administradores para perseguir sus propios fines en lugar de los de los capitalistas-emprendedores. Sin embargo, en la literatura tradicional, por lo menos, hay mucho debate sobre la efectividad del mecanismo de adquisiciones en la provisión de disciplina administrativa.(20) Si los administradores desean realizar adquisiciones para incrementar su propio prestigio o su capacidad de control –“construir imperios”- entonces un mercado desregulado generará muchos intentos de adquisición. En verdad, varios estudios han encontrado una clara divergencia entre las expectativas pre-adquisición de los participantes en el mercado sobre la performance pos-adquisición de las firmas y la performance real de éstas. El estudio a gran escala de Ravenscraft y Scherer (1987) sobre empresas industriales, por ejemplo, encontró que mientras los precios de las acciones de las empresas fusionadas crecieron, en promedio, con el anuncio de la propuesta reestructuración, las tasas de ganancias pos-adquisición no fueron impresionantes. Encontraron que cerca de un tercio de todas las adquisiciones durante los años 60 y 70 fueron eventualmente vueltas a vender. Ravenscraft y Scherer concluyen de esto que las fusiones promueven típicamente la construcción de imperios más que la eficiencia, y apoyan crecientes restricciones a las fusiones y adquisiciones. Jensen (1986, 1993) sugiere cambios en la legislación impositiva para favorecer la distribución de dividendos y la recompra de acciones sobre las reinversiones directas, limitando así la capacidad de los administradores de canalizar un flujo de fondos disponible hacia adquisiciones no productivas.

Sin embargo, el hecho que algunas fusiones –en verdad, muchas fusiones, adquisiciones y reorganizaciones- resulten no rentables, no significa un fracaso del mercado ni prescriben

necesariamente alguna respuesta política. Siempre se cometerán errores en un mundo de incertidumbre. Aun los mercados financieros, que agregan la sabiduría colectiva de los capitalistas-emprendedores, promoverán a veces juicios equivocados sobre una transacción particular. Algunas veces el mercado recompensará, ex ante, una reestructuración propuesta que no tiene justificación racional. Pero esto no se debe al fracaso del mercado sino al conocimiento imperfecto. Los juicios finales sobre el éxito o fracaso pueden realizarse solamente ex post, luego que el proceso de mercado se desarrolló. Más aun, no hay razón para creer que las cortes o autoridades reguladoras puedan realizar mejores juicios que los mercados financieros. Las decisiones de las cortes y las agencias gubernamentales tenderán, en realidad, a ser mucho peores: a diferencia de los participantes en el mercado, los jueces y los burócratas persiguen una variedad de objetivos privados, no relacionados con la eficiencia económica. Más aun, el mercado penaliza rápidamente todo error que descubre; no se necesitan audiencias, comisiones o comités de investigación. En síntesis, que las firmas a menudo fracasan es sorprendente solamente para aquellos comprometidos con los modelos de competencia de los libros de texto en los que la misma noción de “fracaso” es eliminada.

Otra crítica al mercado del control de la dirección empresarial es que los mercados financieros desregulados realizan muy pocas fusiones debido al problema del *free-rider* asociado con las ofertas de compra (ver, por ejemplo, Scharfstein, 1988). Los críticos señalan que si la diferencia entre el precio actual de la firma (subvaluado) y su precio de adquisición es de conocimiento general, entonces los accionistas de la firma a comprar no querrán desprenderse de sus acciones hasta que el precio aumente, obteniendo una parte de los retornos de la firma adquirente. Estos críticos concluyen que la regulación, no el mercado de fusiones, debería utilizarse para disciplinar a los administradores.

La falla en este argumento es que asume el conocimiento perfecto por parte de los inversores. El típico accionista *no* tendrá usualmente la misma información que los administradores, “*raiders*” externos y otros especialistas. No resulta en el interés del pequeño accionista conocer esos detalles; por eso delega dichas responsabilidades en los administradores. Como Hayek (1945) lo describiera, existe una “división del conocimiento” en la sociedad. El *raider* que descubre una diferencia entre el valor actual de la firma y su valor potencial bajo una nueva administración, tiene una oportunidad para obtener una ganancia empresarial (menos los costos de transacción de la adquisición). Debido a que los accionistas han delegado estas responsabilidades, no van a obtener usualmente una parte de esta ganancia. Sin embargo, como Rothbard (1962, p.372) observa, como los accionistas (propietarios) *eligen* delegar la responsabilidad operacional a los administradores –contratando la función de administración– ellos mismos retienen los derechos últimos de control.

Más aun, el valor pos-adquisición de mercado de la firma es incierto; la ganancia del *raider*, si es exitoso, es la recompensa por asumir esta incertidumbre. En este sentido el “artista” de la adquisición es un capitalista-emprendedor misiano. Este argumento, sin embargo, podría beneficiarse de un mayor desarrollo. Por ejemplo, ¿cómo se distribuye esa asunción de la incertidumbre entre los participantes de distintas formas de reestructuración? ¿Cómo restringen las barreras regulatorias la capacidad del capitalista-emprendedor de ejercer su función empresarial en este contexto?

7. Conclusiones

El principal mensaje de este trabajo es que los austríacos pueden continuar trabajando dentro del marco contractual “coasiano” de la firma elaborando las ideas discutidas antes. En particular, el problema del control de la dirección de la empresa, y su corolario que las firmas son inversiones, se encuentra en la vanguardia de la investigación austríaca de la teoría de la firma. Debe ponerse énfasis en los planes y las acciones del capitalista-emprendedor.

Un área particularmente poco desarrollada se relaciona a la provisión de capital a empresas pequeñas, “empresariales” (*venture capital*). Gran parte de la literatura sobre el control de la dirección de las empresas se centra en la gran empresa, y en la utilización de los mercados de acciones y bonos para controlar a estas organizaciones. Igualmente importantes, sin embargo, son las pequeñas firmas no cotizantes, financiadas con *venture capital* y otras formas de inversión. Hasta ahora, la literatura de la firma como inversión ha dicho poco sobre estas organizaciones, pese a su creciente importancia, particularmente en las industrias de alta tecnología y acelerado crecimiento como el *software* y la biotecnología. Se necesita ciertamente más investigación en esta área.

Notas

* Versiones previas de este trabajo fueron presentadas en los "Seminarios sobre Economía Austríaca IV: Dentro de la Caja Negra", Octubre de 1997, la Conferencia de Académicos Austríacos 4, Auburn University, Abril de 1998, y en el seminario RESPECT de la Copenhagen Business School, Noviembre de 1998. Agradezco a los participantes de esas reuniones, y a Jerry Ellig, Richard Langlois, Ivo Sarjanovic, Narin Smith y Sidney Winter por sus útiles sugerencias.

** Autorización para su publicación otorgada por el autor. Peter G. Klein, Department of Economics, University of Georgia.

(1) Revisiones recientes de la literatura pueden verse en Furubotn and Richter, 1997, y Klein, 1998a.

(2) Revisiones recientes de la literatura sobre el control de la dirección de las empresas pueden verse en Gilson, 1995; Shleifer and Vishny, 1997; y Zingales, 1997.

(3) Lo que Knight (1921) describiría como “riesgo”, más que “incertidumbre”.

(4) Williamson atribuye este fenómeno de los contratos incompletos a los límites del conocimiento o “racionalidad limitada”, siguiendo la interpretación de Simon (1961, p. xxiv) de la acción humana como “intencionadamente racional, pero sólo en forma limitada”. Otros economistas de los costos de transacción son más agnósticos, asumiendo solamente que ciertas cantidades o resultados no son observables (o no verificables por terceros, como los tribunales), en cuyo caso los contratos no pueden ser contingentes sobre estas variables o resultados.

(5) Este es el sentido en el que Kreps (1990) entiende la “cultura corporativa”.

(6) Foss and Foss (1998) argumentan, más generalmente, que las teorías de la firma “contractual” y “basada en el conocimiento” son fundamentalmente complementarias, no rivales.

(7) En su defensa, debe notarse que los comentarios de Kirzner (1997) aparecen en el contexto de defender la tendencia equilibrante de los mercados, contra el concepto Walrasiano del ajuste instantáneo de los mismos. Aún así, se podría realizar la defensa igualmente bien sin la referencia a la metáfora del descubrimiento.

(8) Debe notarse que los tenedores de bonos, como los tenedores de *equity*, son parcialmente emprendedores, ya que aun los tenedores de bonos asumen cierto riesgo de no pago.

(9) Más sobre el concepto misiano de función empresarial y sus varias interpretaciones en Salerno, 1993, pp. 116-33, y Kirzner, 1996.

(10) Una distinción entre función empresarial (como la asunción de la incertidumbre) y la administración es que las funciones de administración pueden adquirirse en el mercado: la innovación puede ser sujeto de “*outsourcing*” en laboratorios de investigación y desarrollo; la planificación estratégica puede ser contratada a consultores; la identidad corporativa, tanto interna como externa, puede ser desarrollada y comunicada por especialistas externos; y así sucesivamente.

(11) Tómese en cuenta que, en general, Rothbard está sosteniendo una afirmación con respecto al límite superior de la firma, no sobre el costo incremental de expandir las actividades de la firma (en tanto existen referencias de mercado externas disponibles). En cuanto la firma se expande hasta el punto en que por lo menos un mercado externo ha desaparecido, sin embargo, el problema del cálculo existe. Las dificultades aumentan más y más a medida que los mercados externos desaparecen, como “islas de caos incalculable incrementan las proporciones de

las masas y los continentes. A medida que el área de incalculabilidad aumenta, los grados de irracionalidad, malasignación, pérdida, empobrecimiento, etc., se hacen más grandes” (Rothbard, 1962, p. 548)

(12) En forma similar, la afirmación de Rothbard no es que debido a la necesidad de precios externos para que las grandes firmas funcionen eficientemente, éstas van a tender a ser más grandes cuando los mercados externos sean más “completos” o mejor desarrollados. Por el contrario, las grandes firmas típicamente surgen cuando los mercados externos son estrechos o distorsionados por la intervención gubernamental; ésta es la clase de circunstancias que brindan a los emprendedores una ventaja en coordinar las actividades internamente (Chandler, 1977). Sin embargo, dichas firmas están aún constreñidas por la necesidad de *algún* mercado externo de referencia.

(13) Irónicamente, la única razón por la que la Unión Soviética y los países comunistas de Europa Oriental pudieron existir es que nunca tuvieron éxito en establecer el socialismo mundialmente, y podían así utilizar los precios del mercado mundial para establecer precios implícitos de los bienes que compraban y vendían internamente (Rothbard, 1991, pp. 73-74). Como Mises (1949, pp. 702-03) observa, “[s]in la ayuda de los precios [mundiales] sus acciones no habrían tenido un objetivo o plan. Sólo porque pudieron tomar como referencia a estos precios internacionales pudieron calcular, llevar un registro contable, y preparar muchos de sus tan comentados planes”. En verdad, las tradicionales economías planificadas, como la ex-Unión Soviética, parecen poder copiar aquellas tareas que las economías de mercado han realizado antes; pero no pueden establecer y ejecutar tareas originales (Ericson, 1991, p.21).

(14) Mises (1944, p.32) reconoció el problema de la asignación de costos fijos y generales, mencionando esto como una posible excepción a la noción de que los costos divisionales contabilizados puedan reflejar los costos “verdaderos”.

(15) Compárese con Rothbard, 1962, p. 538: “Los administradores contratados pueden dirigir exitosamente la producción o elegir procesos de producción. Pero la responsabilidad final y el control de la producción restan inevitablemente en el *propietario*, en el hombre de negocios que mantiene la propiedad del producto hasta que es vendido. Son los propietarios quienes toman la decisión de cuánto capital invertir y en qué proceso en particular. Y particularmente, son los *propietarios* quienes deben elegir a los administradores. Las decisiones finales relativas al uso de su propiedad y la elección de los hombres que la administren debe, por lo tanto, ser hecha por los propietarios y por nadie más.

(16) Este proceso es descrito explícitamente en el *Informe Anual 1977* de Fuqua Industries, una compañía diversificada con intereses en equipos de jardinería, deportes y recreación, entretenimiento, revelación de fotos, transporte, vivienda y alimentos y bebidas: “La estrategia de Fuqua es asignar recursos a los segmentos de negocios que tienen mejores perspectivas de retorno sobre la inversión y reducir recursos de las áreas donde el retorno sobre la inversión futuro no cumple con nuestros actuales requerimientos...El mismo principio de expandir las áreas de alto retorno y de reducir las áreas de bajo retorno es constatemente extendido a las líneas de productos y mercados dentro de las operaciones de Fuqua. Sólo con una estructura de negocios diversificada es práctica la aplicación de esta moderna política de inversiones”. Otra firma altamente diversificada, Bangor Punta Corporation, explica que el papel de su dirección general es el de “actuar como un banco central, proveyendo a las unidades operativas con fondos de capital y capital de trabajo” (1966 *Annual Report*).

(17) Myers and Majluf (1984) muestran que si la asimetría de información entre una empresa unitaria y los inversores potenciales externos es suficientemente grande, la firma puede dejar inversiones con un valor presente positivo más que emitir obligaciones riesgosas para financiarlas.

(18) Para más sobre la relación entre Thornton y McNamara, ver Shapley, 1993 y Byrne, 1993.

(19) El Capítulo 1 de *Bureaucracy*, sobre la administración para beneficios y las fuentes de los beneficios empresarios, contiene una notablemente lúcida descripción del cálculo económico en el capitalismo y su imposibilidad en el socialismo. “Para el emprendedor de la sociedad capitalista el precio de un factor de producción envía una advertencia: no me toques, estoy reservado a otra necesidad, más urgente. Pero en el socialismo estos factores de producción son mudos” (Mises, 1944, p.29). Mises también presenta una discusión tipo-Coase sobre la decisión de producir o comprar, aunque sin cita (p.33).

(20) Para revisiones de esta literatura ver Romano, 1992, Shleifer and Vishny, 1997 y Zingales, 1997.

Referencias

Alchian, Armen A., y Harold Demsetz. 1972. "Production, Information Costs, and Economic Organization." *American Economic Review*. 62 (December): 777-95.

Andrade, Gregor, y Erik Stafford, 1997. "Investigating the Characteristics and Determinants of Mergers and Other Forms of Investment." Working paper, Graduate School of Business, University of Chicago.

Arrow, Kenneth J. 1974. *The Limits of Organization*. New York: W. W. Norton.

Berle, Adolph A., y Gardiner C. Means. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan.

Bhide, Amar. "Reversing Corporate Diversification." 1990. *Journal of Applied Corporate Finance* 3 (Summer): 70-81.

Bittlingmayer, George. 1996. "Merger as a Form of Investment." *Kyklos* 49, N° 2: 127-53.

Boudreaux, Donald J., y Randall G. Holcombe, 1989. "The Coasian and Knightian Theories of the Firm." *Managerial and Decision Economics* 10: 147-54.

Byrne, John A. 1993. *The Whiz Kids: Ten Founding Fathers of American Business -and the Legacy They Left Us*. New York: Doubleday.

Chandler, Alfred D., Jr. 1977. *The Visible Hand: The Managerial Revolution in American Business*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press.

Coase, Ronald H. 1937. "The Nature of the Firm." En idem., *The Firm, the Market, and the Law*. Chicago: University of Chicago Press, pp. 33-55.

Debreu, Gerard. 1959. *Theory of Value: An Axiomatic Analysis of Economic Equilibrium*. New Haven and London: Yale University Press.

Eccles, Robert, y Harrison White, 1988. "Price and Authority in Inter-Profit Center Transactions." *American Journal of Sociology* 94: supplement, S17-S48.

Ericson, Richard E, 1991. "The Classical Soviet-Type Economy: Nature of the System and Implications for Reform." *Journal of Economic Perspectives* 5, N° 4: 11-27.

Fama, Eugene F. y Jensen, Michael C. 1983. "Separation of Ownership and Control." *Journal of Law and Economics* 26, 301-26.

Foss, Nicolai Juul. 1993a. "More on Knight and the Theory of the Firm." *Managerial and Decision Economics* 14: 269-76.

Foss, Nicolai Juul. 1993b. "The Two Coasian Traditions." *Review of Political Economy* 4: 508-32.

Foss, Kirsten, y Nicolai Foss, 1998. "The Knowledge-Based Approach: Some Organizational Economics Foundations." Working paper, Department of Industrial Economics and Strategy, Copenhagen Business School.

Furubotn, Eirik G., y Rudolf Richter, 1997. *Institutions and Economic Theory: The Contribution of the New Institutional Economics*. Ann Arbor: University of Michigan Press.

Gabor, André, 1984. "On the Theory and Practice of Transfer Pricing." en A. Inghaul y A. M. Ulph, eds., *Demand, Equilibrium, and Trade: Essays in Honor of Ivor F. Pearce*. New York: St. Martin's Press, pp, 149-70.

Gabor, André, e Ivor F. Pearce, 1952. "A New Approach to the Theory of the Firm." *Oxford Economic Papers* 4 (October): 252-65.

Gabor. André, e Ivor F. Pearce. 1958. "The Place of Money Capital in the Theory of Production." *Quarterly Journal of Economics* 72 (November): 537-57.

Gertner, Robert H, David S. Scharfstein, y Jeremy C. Stein, 1994. "Internal Versus External Capital Markets." *Quarterly Journal of Economics* 109: 1211-30.

Gilson, Ronald J. 1995. "Corporate Governance and Economic Efficiency: When Do Institutions Matter?" Working Paper N° 121, John M. Olin Program in Law and Economics, Stanford Law School.

- Gilson, Ronald J. y Bernard S. Black. 1997. "Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks Versus Stock Markets." Working paper, Columbia Law School.
- Goldberg, Victor. 1980. "Relational Exchange: Economics and Complex Contracts." *American Behavioral Scientist* 23, 337-52.
- Grossman, Sanford J., y Oliver D. Hart, 1986. "The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration." *Journal of Political Economy* 94, N° 4: 691-719.
- Hart, Oliver D., y John Moore. 1990. "Property Rights and the Nature of the Firm." *Journal of Political Economy* 98: 1119-58.
- Hayek, F. A., 1945. "The Use of Knowledge in Society." En idem., *Individualism and Economic Order*. London: Routledge and Kegan Paul, pp. 77-91.
- Heide, J. B., y G. John. 1988. "The Role of Dependence Balancing in Safeguarding Transaction-Specific Assets." *Journal of Marketing* 52, 20-35.
- Hirshleifer, Jack. 1956. "On the Economics of Transfer Pricing." *Journal of Business* 29: 172-89.
- Holmström, Bengt R., y Jean Tirole. 1989. "The Theory of the Firm." En Richard Schmalensee y Robert D. Willig, eds., *Handbook of Industrial Organization*, vol. 1. Amsterdam: North-Holland, pp. 61-133.
- Hubbard, R. Glenn, y Darius A. Palia. "A Reexamination of the Conglomerate Merger Wave in the 1960s: An Internal Capital Markets View." *Journal of Finance*, forthcoming 1998.
- Jensen, Michael C. 1986. "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers." *American Economic Review* 76 (May): 323-29.
- Jensen, Michael C. 1993. "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems." *Journal of Finance* 48, N° 3 (July): 831-80.
- Jensen, Michael C. y Meckling, William, 1986. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure." *Journal of Financial Economics* 3: 305-60.
- Joskow, Paul L. 1985. "Vertical Integration and Long Term Contracts: The Case of Coal-Burning Electric Generating Plants." *Journal of Law, Economics and Organization* 1, 33-80.
- Joskow, Paul L. 1987. "Contract Duration and Relationship-Specific Investments: Empirical Evidence from Coal Markets." *American Economic Review* 77, 168-185.
- Joskow, Paul L. 1988. "Price Adjustment in Long-Term Contracts: The Case of Coal." *Journal of Law and Economics* 31 47-83.
- Joskow, Paul L. 1990. "The Performance of Long-Term Contracts: Further Evidence from the Coal Markets." *Rand Journal of Economics* 21, 251-274.
- King, Elizabeth A. 1994. *Transfer Pricing and Valuation in Corporate Taxation: Federal Legislation vs. Administrative Practice*. Boston: Kluwer Academic Publishers.
- Kirzner, Israel M. 1973. *Competition and Entrepreneurship*. Chicago: University of Chicago Press.
- Kirzner, Israel M. 1979. *Perception, Opportunity, and Profit*. Chicago: University of Chicago Press.
- Kirzner, Israel M., 1992. *The Meaning of Market Process*. London: Routledge.
- Kirzner, Israel M. 1996. "Reflections on the Misesian Legacy in Economics." *Review of Austrian Economics* 9, no. 2: 143-54.
- Klein, Benjamin, Robert A. Crawford, y Armen A. Alchian. 1978. "Vertical Integration, Appropriable Rents, and the Competitive Contracting Process." *Journal of Law and Economics* 21: 297-326.
- Klein, Peter G. 1996. "Economic Calculation and the Limits of Organization." *Review of Austrian Economics* 9, no. 2: 3-28.

- Klein, Peter G. 1998a. "New Institutional Economics." Forthcoming in Boudewin Bouckeart y Gerrit De Geest, eds., *Encyclopedia of Law and Economics*. Aldershott, U.K.: Edward Elgar.
- Klein, Peter G. 1998b. "Were the Acquisitive Conglomerates Inefficient? A Reconsideration." Working paper, Department of Economics, University of Georgia.
- Knight, Frank H. 1921. *Risk, Uncertainty, and Profit*. New York: Hart, Schaffner & Marx.
- Kreps, David M. 1990. "Corporate Culture and Economic Theory." En James E. Alt y Kenneth A. Shepsle, eds., *Perspectives in Positive Political Economy*. New York: Cambridge University Press, pp. 90-143.
- Langlois, Richard N. 1994. "The Boundaries of the Firm." En Peter J. Boettke, ed., *The Elgar Companion to Austrian Economics*. Aldershott, U.K.: Edward Elgar, pp. 173-78.
- Langlois, Richard N., y Paul L. Robertson. 1995. *Firms, Markets, and Economic Change: a Dynamic Theory of Business Institutions*. London and New York: Routledge.
- Lucas, Robert E., Jr. 1972. "Expectations and the Neutrality of Money." *Journal of Economic Theory* 4: 103-24.
- Manne, Henry G. 1965. "Mergers and the Market for Corporate Control." *Journal of Political Economy* 73 (April): 110-20.
- Menger, Carl. 1871. *Principles of Economics*. Trans. James Dingwall y Burt F. Hoselitz. New York: New York University Press, 1981.
- Milhaupt, Curtis J. 1997. "The Market for Innovation in the United States and Japan: Venture Capital and the Comparative Corporate Governance Debate." *Northwestern University Law Review* 91, no. 3: 865-98.
- Mises, Ludwig von, 1944. *Bureaucracy*. New Haven: Yale University Press.
- Mises, Ludwig von, 1951. "Profit and Loss." En idem., *Planning for freedom*. Fourth edition. Spring Mills, Pa: Libertarian Press, 1980, pp. 108-50.
- Mises, Ludwig von, 1949. *Human Action: A Treatise on Economics*. Third revised edition. Chicago: Henry Regnery, 1966.
- Montias, J. Michael. 1976. *The Structure of Economic Systems*. New Haven: Yale University Press.
- Moroney, J. R. 1972. "The Current State of Money and Production Theory." *American Economic Review, Papers and Proceedings* ** (May): 335-43.
- Myers, Stewart C., y Nicholas S. Majluf. 1984. "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have." *Journal of Financial Economics* 13 (June): 187-221.
- O'Driscoll, Gerald P., y Mario J. Rizzo. 1985. *The Economics of Time and Ignorance*. London: Basil Blackwell.
- Pisano, Gary P. 1990. "Using Equity Participation to Support Exchange: Evidence from the Biotechnology Industry." *Journal of Law, Economics and Organization* 5, 109-126.
- Pisano, Gary P., Michael V. Russo, y David J. Teece. 1988. "Joint Ventures and Collaborative Arrangements in the Telecommunications Equipment Industry." En David Mowery, ed., *International Collaborative Ventures in U.S. Manufacturing*. Cambridge, Mass: Ballinger, pp. 23-70.
- Ravenscraft, David, y F. M. Scherer. 1987. *Mergers, Sell-Offs, and Economic Efficiency*. Washington, D.C.: Brookings Institution.
- Reece, J. S., y W. R. Cool. 1978. "Measuring Investment Center Performance." *Harvard Business Review* 56 (May-June): 28-30.
- Roe, Mark J. 1994 *Strong Managers, Weak Owners: the Political Roots of American Corporate Finance*. Princeton: Princeton University Press.

Roe, Mark J. 1997. "Comparative Corporate Governance." Forthcoming in *The New Palgrave Dictionary of Law and Economics*.

Rogerson, William P. 1992. *Overhead Allocation and Incentives for Cost Minimization in Defense Procurement*. Santa Monica, Calif.: Rand Corporation.

Romano, Roberta, 1992. "A Guide to Takeovers: Theory, Evidence, and Regulation." *Yale Journal on Regulation* 9: 119-80.

Rothbard, Murray N. 1962. *Man, Economy, and State: A Treatise on Economic Principles*. Auburn, Ala.: Ludwig von Mises Institute, 1993.

Rothbard, Murray N. 1976. "Ludwig von Mises and Economic Calculation Under Socialism" En Laurence S. Moss, ed., *The Economics of Ludwig von Mises: Toward a Critical Reappraisal*. Kansas City: Sheed y Ward, pp. 67-77.

Rothbard, Murray N. 1985. "Professor Hébert on Entrepreneurship." *Journal of Libertarian Studies* 7, Nº 2 (Fall): 281-86.

Rothbard, Murray N. 1991. "The End of Socialism and the Calculation Debate Revisited" *Review of Austrian Economics* 5, Nº 2: 51-76.

Salerno, Joseph T. "Mises and Hayek Dehomogenized." *Review of Austrian Economics* 6, Nº 2: 113-46.

Salerno, Joseph T. 1998. "Carl Menger." Forthcoming in Randall G. Holcombe, ed., *Fifteen Great Austrian Economists*. Auburn, Ala.: Ludwig von Mises Institute.

Scharfstein, David, 1988. "The Disciplinary Role of Takeovers." *Review of Economic Studies* 55 (April): 185 -99.

Shapley, Deborah. 1993. *Promise and Power: The Life and Times of Robert McNamara*. Boston: Little, Brown and Company.

Shleifer, Andrei, y Robert W. Vishny. 1997. "A Survey of Corporate Governance." *Journal of Finance* 52, Nº 2 (June): 737-83.

Staubus, George J. 1986. "The Market Simulation Theory of Accounting Measurement." *Accounting and Business Research* 16, Nº 62: 117-32.

Stein, Jeremy C. 1997. "Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources." *Journal of Finance* 52, Nº 1 (March): 111-33.

Stern Joel M., G. Bennett Stewart III, y Donald H. Chew, Jr. 1995. "The EVA Financial Management System." *Journal of Applied Corporate Finance* 8, Nº 2 (Summer): 32-46.

Vickers, Douglas. 1970. "The Cost of Capital and the Structure of the Firm." *Journal of Finance* 25: 1061-80.

Vickers, Douglas. 1987. *Money Capital in the Theory of the Firm: A Preliminary Analysis*. Cambridge: Cambridge University Press.

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

Williamson, Oliver E. 1981. "The Modern Corporation: Origins, Evolution, Attributes." *Journal of Economic Literature* 19: 1537-68.

Williamson, Oliver E. 1985. *The Economic Institutions of Capitalism*. New York: Free Press.

Williamson, Oliver E. 1991. "Economic Institutions: Spontaneous and Intentional Governance." *Journal of Law, Economics and Organization* 7: 159-87.

Williamson, Oliver E. 1992. "Markets, Hierarchies, and the Modern Corporation: An Unfolding Perspective." *Journal of Economic Behavior and Organization* 17 (May): 335-52.

Williamson, Oliver E. 1996, *The Mechanisms of Governance*. New York: Oxford University Press.

Witt, Ulrich, 1998a. "Imagination and Leadership-The Neglected Dimension of an Evolutionary Theory of the Firm." *Journal of Economic Behavior and Organization* 35: 161-77.

Witt, Ulrich. 1998b. "Do Entrepreneurs Need Firms?" *Review of Austrian Economics* 11, N° 1-2:
_

Zingales, Luigi, 1997. "Corporate Governance." Forthcoming in *The New Palgrave Dictionary of Law and Economics*.

Yu, Tony Fu-Lai. 1998. "Toward a Praxeological Theory of the Firm." Mimeo, School of Economics and Management, University College, University of New South Wales.