



UNIVERSIDAD
NACIONAL
DE COLOMBIA

Economía del conocimiento y financiarización: Tendencias en inversiones corporativas en I+D en un contexto geográfico

Flor Esther Salazar Guatibonza

Universidad Nacional de Colombia

Facultad de Ciencias Económicas

Bogotá, Colombia

2020

Economía del conocimiento y financiarización: Tendencias en inversiones corporativas en I+D en un contexto geográfico

Flor Esther Salazar Guatibonza

Tesis o trabajo de investigación presentada(o) como requisito parcial para optar al título
de:

Doctor en Ciencias Económicas

Director (a):

Cesar Augusto Giraldo Ph.D.

Codirector (a):

Orlando Acosta Losada Ph.D.

Línea de Investigación:

Economía del Desarrollo

Grupo de Investigación:

Grupo de Socioeconomía Instituciones y Desarrollo

Universidad Nacional de Colombia

Facultad de Ciencias Económicas

Bogotá, Colombia

2020

Dedicatoria

A mis padres, por su apoyo incondicional, por tanto esfuerzo y trabajo, por ser el sustento de mis metas y proyectos.

Agradecimientos

Agradezco a la Universidad Nacional de Colombia por permitirme contar con una comisión de estudios que me posibilitó salir del país con el fin de acceder a información y asesoría de profesores de otras universidades y disponer de dedicación de tiempo completo para la investigación doctoral, siendo esto determinante para el avance y culminación de la misma.

De la misma manera, un profundo agradecimiento a mis directores de tesis, los profesores Cesar Augusto Giraldo y Orlando Acosta Losada, no sólo por su importante asesoría en los temas académicos sino también por ese apoyo moral en los momentos de desánimo, por el tiempo dedicado y su invaluable colaboración en diversas circunstancias, parte de los logros de este trabajo se deben a ustedes.

También debo agradecer al profesor Carlos Fernández Rodríguez de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad Autónoma de Madrid por sus comentarios y recomendaciones, así como por su disposición para facilitarme todos los medios disponibles en la Facultad y la Universidad para el avance de mi trabajo y por ese ambiente de cordialidad y amistad en el que fui recibida.

Agradezco al profesor Gerald Epstein su invitación al Political Economy Research Institute (PERI) en la Universidad de Massachusetts Amherst en Estados Unidos, la gran acogida que tuve allí, su asesoría, organización y rigurosidad me permitieron ordenar muchas de las ideas de la investigación y del trabajo previo realizado. Durante el tiempo que estuve en la Universidad de Massachusetts-Amherst también debo agradecer al profesor Douglas Cliggot por esas conversaciones interesantes llenas de preguntas alrededor de los datos apoyadas por su experiencia no solo académica sino en grandes firmas financieras, las cuales me aportaron importantes elementos para fortalecer la tesis. También al profesor Michel Ash quién con su forma metódica me ayudó a organizar asuntos a profundizar en algunos asuntos de la investigación doctoral.

También debo agradecer al apoyo que recibí de la profesora Nohora García en la etapa preliminar de estructuración del proyecto de investigación doctoral, muchas gracias por su tiempo y comentarios que llevaron al planteamiento de la idea de investigación doctoral.

Reconociendo la labor y lo que significa en estos procesos el apoyo administrativo, agradezco a Yadira Luna, secretaria del doctorado, quien con su experiencia y conocimiento me brindó toda su asistencia en los procesos y trámites que tuve que llevar a cabo en las diferentes etapas del doctorado.

Muchas gracias a todos, su apoyo ha sido fundamental.

Resumen

La literatura sobre la financiarización de grandes empresas atribuye a esta tendencia efectos negativos sobre la inversión evidenciada en una caída en la acumulación de capital. Considerando que en empresas de alta tecnología, bajo el concepto de economías basadas en conocimiento, un tipo de inversión relevante es la relacionada con Investigación y desarrollo (I&D), este trabajo investigó la relación entre financiarización de corporaciones no financieras (FCNF) y la inversión I&D. En esta investigación se encontraron algunos hechos que aportan a la discusión sobre la noción de financiarización de grandes corporaciones que en algunos sentidos difieren de lo planteado en la literatura empírica precedente. Los hallazgos incluyen la identificación de una tendencia a la caída en la inversión en capital fijo pero no en inversiones en I&D, una concentración de pagos a accionistas y de inversiones en I&D en grandes empresas a la vez que estas se tornan menos intensivas en inversiones mostrando un creciente endeudamiento con un cambio en las estructuras de financiamiento a favor de la deuda. Paralelamente a esta tendencia, junto con el mantenimiento de activos financieros, lo que se encuentra como rasgo distintivo es una creciente participación de intangibles en la estructura de activos de las empresas. Así mismo, no se encuentra evidencia de mayores rentas financieras en la composición de rentas empresariales. Respecto a estos hechos se analiza cómo pueden estar inmersos en una dinámica donde el reforzamiento de activos financieros e intangibles contribuyen con cada vez mayor poder de monopolio y concentración de rentas en un contexto donde el conocimiento es la principal fuente de creación de valor. También se discute que el capitalismo financiarizado y globalizado ha encontrado apoyo en la desregulación del sistema financiero, de los flujos de capital transfronterizos y el fortalecimiento de la flexibilidad laboral, lo cual ha sido señalado por la literatura como factor determinante en la profundización de la inequidad.

Palabras clave: Financiarización, inversión, investigación y desarrollo, valor para accionista, financiarización de corporaciones no financieras, recompra de acciones

Abstract

Knowledge economy and financialization: trends in corporate investments in R&D in a geographic context

The literature on financialization of large companies points to this trend as a source of negative effects on investment evidenced by a decline in capital accumulation. Considering high-tech companies within the concept of knowledge-based economies, investment in research and development (R&D) is an essential factor in this work, the relationship between financialization of non-financial corporations (FNFC) and R&D investment was investigated. In this research, some facts were identified that contribute to the discussion on the notion about the financialization of large corporations and that in some ways differ from those raised in previous empirical literature. The findings of this research include the identification of a trend toward a decline in fixed capital investment but not in R&D investments. Likewise, a concentration of payments to shareholders and investments in R&D in large companies is observed, at the same time that these companies become less intensive in R&D investments, showing a growing indebtedness and a change in their financial structures that is characterized by propensity towards indebtedness. Alongside this trend, a maintenance of financial assets is present, in which a distinctive feature is the growing trend towards the share of intangibles in the asset structure of companies. Furthermore, no evidence of higher financial rents was found in the composition of corporate income. The present work discusses how these events may be immersed in a dynamic where the strengthening of financial and intangible assets increasingly contributes to granting greater monopoly power and income concentration in a context where knowledge is the main source of value creation. It is also discussed that financialized and globalized capitalism has found support from State intervention to deregulate the financial system and cross-border capital flows and strengthen labor flexibilization, which has been emphasized by the literature as a determining factor in the deepening of inequality.

Keywords: Financialization, investment, research and development, shareholder value, financialization of the Non-financial Corporations, share buybacks

Contenido

	Pág.
Lista de Figuras	XIII
Lista de tablas	XVI
Lista de símbolos y abreviaturas	XVII
Contenido	XI
1. El capitalismo guiado por las finanzas y la perspectiva de la financiarización ...7	
1.1 La perspectiva de la financiarización	13
1.2 Las finanzas y el capital financiero en la teoría económica.....	18
1.2.1 Finanzas en Ricardo y Marx	20
1.2.2 Hilferding y el capital financiero como unificación del capital	23
1.2.3 Schumpeter y el papel del crédito en el desarrollo económico.....	25
1.2.4 Keynes, las finanzas e inversión.....	27
1.2.5 Minsky: el desarrollo del capital en la economía y la inestabilidad financiera.	30
1.2.6 Finanzas y la perspectiva de la profundización financiera.....	34
1.2.7 El capital financiero y el financiamiento empresarial	37
2. La financiarización y sus manifestaciones a nivel corporativo40	
2.1 La gobernanza corporativa y la preeminencia de la ideología de maximización de valor para el accionista.	42
2.1.1 Gobernanza corporativa y los nuevos inversores institucionales	44
2.1.2 Generación de valor para el accionista y la compensación de ejecutivos (Chief executive officer -CEO)	48
2.2 La relación entre financiarización e inversión empresarial	52
2.2.1 Aumento de pagos a accionistas a través de recompra de acciones y pago de dividendos.....	54
2.2.2 Inversión en activos financieros y efecto de "desplazamiento" sobre la inversión real.....	57
2.3 La financiarización corporativa, deslocalización y concentración de poder monopólico	65
3. El concepto de economías basadas en el conocimiento, inversión en I&D y financiarización73	
3.1 El concepto de economías basadas en el conocimiento.....	73
3.2 Inversión en I&D y su financiamiento.....	78
3.1 Inversión y ganancia.....	85
3.2 Financiarización corporativa e inversiones en I&D.....	88
4. Preguntas, objetivos y metodología de la investigación97	
4.1 Objetivos y preguntas de investigación	98
4.1.1 Objetivo general.....	98
4.1.2 Objetivos específicos.....	98
4.1.3 Preguntas de investigación.....	98
4.2 Metodología.....	99
4.2.1 Revisión de literatura	99

4.2.2	Uso de datos y análisis estadístico.....	99
4.2.3	Fuentes de información y selección de muestra	100
4.2.4	VARIABLES DE INTERÉS.....	102
4.2.5	Análisis de datos	111
5.	Análisis estadístico y estimación econométrica	115
5.1	Análisis descriptivo de datos	115
5.1.1	Tendencia promedio de variables	116
5.1.2	Análisis descriptivo factorial	133
5.1.2.1	Análisis descriptivo factorial para los paneles de la muestra de empresas.	133
5.1.2.2	Análisis de <i>cluster</i> para empresas activas en 2018 por tamaño	138
5.1.3	Análisis descriptivo clúster de empresas con alto y bajo nivel de pagos a accionistas 2000-2018	143
5.2	Estimación econométrica	148
6.	Resultados analíticos: tendencia en factores asociados a la financiarización corporativa e inversión en I&D	163
6.1	Resultados analíticos	163
6.2	Inversiones en I&D y concentración de pagos a accionistas en grandes compañías	167
6.3	Crecimiento de la deuda y cambio en las estructuras de financiamiento corporativo	171
6.4	Mantenimiento de activos financieros y creciente participación de activos intangibles	182
6.5	Recompra de acciones y factores asociados a diferencias geográficas.....	192
6.5.1	Regulación de recompras	192
6.5.2	Compensación de altos ejecutivos (Chief executive officer -CEO)	194
7.	Discusión.....	202
7.1	La noción de financiarización corporativa.....	202
7.2	Los efectos de la financiarización corporativa sobre la Inversión.....	212
7.2.1	Financiarización corporativa: relación entre inversiones en I&D, activos financieros e intangibles y recompras	213
7.2.2	Financiarización corporativa y la perspectiva de cambio en las rentas empresariales	222
7.3	Financiarización de grandes corporaciones y algunas contradicciones de la teoría financiera de la empresa	225
8.	Conclusiones y recomendaciones	229

Lista de figuras

	Pág.
Figura 1.Valor agregado de corporaciones financieras (% de valor agregado total de corporaciones en U.S.) 1940-2018	8
Figura 2.Crecimiento de activos financieros instituciones financieras en Estados Unidos (% del PIB)	10
Figura 3.Activos financieros totales: Instituciones financieras Zona Euro (19 países - % del PIB)	10
Figura 4.Beneficios de las corporaciones financieras como porcentaje de los beneficios de todas las corporaciones en los Estados Unidos (1940-2018)	11
Figura 5.Acciones negociadas, valor total (% del PIB).....	11
Figura 6. Ganancias corporativas después de impuestos como proporción del PIB Estados Unidos (1947-2018)	67
Figura 7. Ganancias después de impuestos por unidad de valor agregado de corporaciones no financieras Estados Unidos	88
Figura 8.Tendencia promedio anual de variables con y sin datos extremos-panel A (1980-2018).....	116
Figura 9.Tendencia intensidad en I&D (IntID) sectorial-panel A.....	118
Figura 10.Tamaño de la firma, Intensidad en I&D y pagos a accionistas por tamaño de la firma-panel A.....	119
Figura 11.Comportamiento de variables relativas por tamaño de firma panel A	121
Figura 12.Inversiones en I&D y pagos a accionistas por tamaño de firma, décadas y edad de la firma- panel A	122
Figura 13.Tendencia promedio de variables en valores absolutos panel A 1980-2018..	124
Figura 14.Promedio inversiones en I&D y pago a accionistas por sector y tamaño de firma-panel A.....	125
Figura 15.Tendencia promedio anual de variables con y sin datos extremos-panel B ...	127
Figura 16.Tendencia Intensidad en I&D (IntID) sectorial-panel B	128
Figura 17.Tendencia en intensidad en I&D (IntID) y recompra (Rec) por países-panel B	129
Figura 18.Comportamiento de variables relativas por tamaño de firma-panel B	130
Figura 19.Distribución de firmas por tamaño muestra panel B- composición año 2018 .	131
Figura 20.Distribución intensidad en inversiones I&D y recompras muestra panel B.....	132
Figura 21.PCA- Panel A	134
Figura 22. Distribución clúster análisis factorial panel A	135
Figura 23.Tendencia intensidad en I&D, pagos accionistas y activos financieros por clúster panel A.....	135
Figura 24.PCA- Panel B	136
Figura 25.Distribución clúster análisis factorial panel B	137
Figura 26.Composición clúster empresas 2018 panel A	139
Figura 27.Composición clúster empresas 2018 panel B	140

Figura 28.Tasa de crecimiento acumulada ingresos e inversión empresas activas 2008-2018 panel A.....	142
Figura 29.Tasa de crecimiento acumulada ingresos e inversión empresas activas 2008-2018 panel B.....	143
Figura 30.Comportamiento promedio variables clúster de alto y bajo pago a accionistas	144
Figura 31.Comportamiento intangibles absolutos (media) clúster de alto y bajo pago a accionistas	145
Figura 32.Promedio ratio total pago accionistas/inversión- clúster de alto y bajo pago a accionistas	146
Figura 35.Distribución flujos de efectivo empresas clúster alto y bajo pago a accionistas - USA 2000-2018	146
Figura 36.Distribución flujos de efectivo empresas clúster alto y bajo pago a accionistas - Europa 2000-2018	147
Figura 35. Total pagos a accionistas relativos a flujos de efectivo.....	147
Figura 36.Diagrama de correlaciones variables de análisis panel A.....	149
Figura 37. Diagrama de correlaciones variables de análisis panel B.....	150
Figura 40.Acumulado de participación en Inversión en I&D de empresas panel A y panel B en 2018	167
Figura 41.Gasto en I&D (%PIB) promedio países de la OECD por fuente de recursos .	169
Figura 42. Endeudamiento corporativo como proporción del PIB de algunos países	174
Figura 43. Deuda total de CNF en todo el mundo 2008 -2019 por trimestre (como % del PIB).....	176
Figura 44.Composición del crédito corporativo en Estados Unidos, la Zona Euro y China, 2018.....	177
Figura 45.Composición de la propiedad de bonos corporativos en Estados Unidos en 2007 y 2018, por propietario	178
Figura 46.Relación deuda a capital CNF de Estados Unidos	178
Figura 47.Proporción de deuda de CNF sobre excedente operativo en las principales economías avanzadas 2000-2018	180
Figura 48.Inversiones promedio como porcentaje de deuda emitida (media) panel A...	181
Figura 49. Total activos financieros de CNFs como porcentaje del PIB	183
Figura 50.Activos financieros como proporción de activos no financieros- CNFs, Estados Unidos	184
Figura 51.Ingresos intereses y dividendos (% total ingresos) de CNFs, Estados Unidos	184
Figura 52.Valor de fusiones y adquisiciones alrededor del mundo (M&A) 1985 - 2019 (in miles de millones de U.S.)	187
Figura 53.Brecha entre pago a CEOs y pago de un trabajador promedio por país, 2018	196
Figura 54. Relación de compensación de CEOs a trabajadores firmas de Estados Unidos. 1965-2018.....	197

Figura 55. Compensación de CEOs Empresas Estados Unidos y empresas de Europa	197
Figura 56. Estructura de compensación de CEOs empresas de Estados Unidos	198

Lista de tablas

Tabla 1. Compañías con más dinero mantenido offshore	70
Tabla 2. Media Q de Tobin empresas S&P500	87
Tabla 3. Resumen estadístico panel A	126
Tabla 4. Resumen estadístico y correlaciones panel B	132
Tabla 5. Correlaciones variables de análisis del panel A	148
Tabla 6. Correlaciones variables de análisis panel B	149
Tabla 7. Resultados estimación panel A	153
Tabla 8. Estimadores corregidos por heterocedasticidad y auto correlación con el método Arellano Bond panel A	154
Tabla 9. Resultados estimación periodos panel A	155
Tabla 10. Estimadores corregidos por heterocedasticidad y autocorrelacion con el método Arellano Bond panel A	156
Tabla 11. Resultados estimación panel B	158
Tabla 12. Corrección de estimaciones método Arellano Bond panel B	159
Tabla 13. Resultados estimación comparativo panel A y panel B 1990-2018	160
Tabla 14. Relación pagos accionistas/inversiones en I&D (media) paneles de datos A y B	171
Tabla 15. Emisión de bonos corporativos por nivel de riesgo	175
Tabla 16. Índice deuda/capital S&P500 promedio por sectores	179
Tabla 17. Activos financieros, físicos e intangibles como proporción del total de activos	186
Tabla 18. Estructura de compensación a CEOs en empresas de Estados Unidos y Europa	199

Lista de Símbolos y abreviaturas

Abreviaturas

Abreviatura	Término
<i>CAPEX</i>	Siglas en ingles de Capital expenditure- Gastos de capital
<i>CEO</i>	Siglas en ingles de Chief Executive Officer
<i>CNF</i>	Corporaciones no financieras
<i>DPI</i>	Derechos de propiedad intelectual
<i>EPS</i>	Siglas en ingles de Earning per Share- Ganancias por acción
<i>FCNF</i>	Financiarización de corporaciones no financieras
<i>FMI</i>	Fondo Monetario Internacional
<i>FRED</i>	Federal Reserve Economic Data
<i>GIC</i>	Global Industry Classification Standard
<i>I&D</i>	Investigación y desarrollo
<i>LTIP</i>	Siglas en inglés de Long-Term Incentive Plan - Planes de incentivos de largo plazo.
<i>OECD</i>	Siglas en ingles de Organisation for Economic Cooperation and Development
<i>OPA</i>	Oferta Pública de Adquisición
<i>OPI</i>	Oferta Pública Inicial
<i>OPRA</i>	Siglas en ingles de public share buyback offer
<i>PCA</i>	Siglas en inglés de Principal Component Analysis- Análisis de componentes principales
<i>PIB</i>	Producto Interno Bruto
<i>ROA</i>	Siglas en ingles de Return on Assets- Retorno sobre activos
<i>ROE</i>	Siglas en ingles de Return on Equity- Retorno sobre el capital
<i>USA</i>	Siglas en inglés United States of América

Introducción

La financiarización se ha presentado como un marco para comprender el papel de las finanzas como una característica distintiva del desarrollo capitalista contemporáneo. Aunque su definición resulta polémica, como concepto que también integra una perspectiva teórica, intenta recoger una serie de transformaciones de orden económico y social donde el sector financiero se hace preeminente, así como caracterizar una nueva etapa en el desenvolvimiento capitalista, a la vez que analiza y delinea una relación problemática entre el ámbito financiero y el resto de la economía y la sociedad.

La relación que en economía se establece entre el sector financiero y el resto de la economía es comúnmente descrita por un proceso de acceso al crédito de la empresa productiva, “el objeto comercial de las finanzas es el capital dinerario prestable, la piedra angular del crédito capitalista” (Lapavitsas, 2016, p.23). Se espera que la empresa use los recursos de crédito para invertir en bienes de capital, pago de trabajadores y todas las inversiones que le permitan expandir la producción. El proceso de crédito e inversión productiva se torna esencial para la creación de empleo y crecimiento económico. Sin embargo, las condiciones en que se ha venido dando el desenvolvimiento capitalista y los elementos explicativos que intenta recoger el concepto de financiarización tienen que ver con una relación problemática entre el ámbito financiero y el resto de la economía. Se suele hacer énfasis en la supremacía del capital financiero sobre el capital productivo que pone en cuestión hasta qué punto el capitalismo financiarizado está distorsionando su misma reproducción.

Sobre el estado del arte de los estudios sobre financiarización, Van der Zwa (2014) categoriza tres enfoques: el primero, el que la considera como un régimen de acumulación, particularmente es la perspectiva de la Escuela de la Regulación Francesa que ve la financiarización como el sucesor del régimen de acumulación fordista; el segundo enfoque, el que se centra en la financiarización de la corporación moderna con la emergencia de la filosofía de generación de valor para el accionista como el principal principio guía de su comportamiento; y una tercera aproximación que tiene que ver con lo social y cultural, es decir, el análisis de cómo las finanzas han permeado los diferentes espacios sociales y están presentes en la vida cotidiana de las personas.

Esta investigación fue planteada y se desarrolla dentro del segundo enfoque en la búsqueda de entender el concepto de la financiarización a nivel de la empresa y la forma como se instrumenta a partir de la década de 1980, bajo la hipótesis de la existencia de algunos hechos en el comportamiento empresarial que afectaban negativamente la inversión y que se venían dando hasta finales de 2019, antes del inicio de la crisis pandémica del COVID-19 en 2020, la cual parece haber detenido o aplazado eventuales tendencias económicas de crisis que involucran a las corporaciones no financieras (CNF).

El entendimiento de la financiarización en el ámbito empresarial se centra en las grandes corporaciones y se fundamenta en la crítica que se hace a la ideología de generación de valor para el accionista que se explica por una gestión corporativa caracterizada por poner al accionista y la obtención de resultados para éste en el centro de la actuación corporativa. La literatura sobre financiarización y sus manifestaciones a nivel empresarial en las grandes corporaciones no financieras reconoce dos hechos estilizados fundamentales: (i) el aumento de las operaciones de recompra de acciones (share/stock buybacks) y pago de dividendos realizados a accionistas y (ii) la amplia acumulación de activos financieros con el consecuente aumento de rentas financieras para las empresas, tendencia que se considera genera efectos negativos sobre la inversión real. A estos hechos se suelen añadir explicaciones relacionadas con el papel de los ejecutivos- CEOs (sigla en inglés de Chief Executive Officer) que pueden motivar las operaciones de recompra para favorecer sus propios intereses, así como el activismo de los inversionistas institucionales que privilegian los beneficios de corto plazo. De otra parte, las tendencias en el comportamiento empresarial financiarizado suscitan la pregunta sobre cómo se explica el crecimiento de ganancias que experimentan las grandes compañías en su relación con la caída en la inversión, algo que Orhaganzi (2018) denomina como “ganancias sin inversión”. En concordancia con las discusiones sobre caída de la inversión, algunos trabajos exploran elementos que refuerzan la financiarización tales como los procesos de deslocalización y la concentración monopólica.

En general, entre los trabajos empíricos que abordan estas cuestiones, se pueden diferenciar aquellos que analizan estas relaciones con información agregada (tales como Krippner, 2005; Klim & Williams, 2014; Stockhammer, 2004) y aquellos que utilizan datos a

nivel de firma (Demir, 2009; Davis, 2014; Orhaganzi, 2008). Una característica de estos trabajos ha sido su enfoque sobre la relación entre la financiarización y las inversiones en capital fijo, evidenciando que ésta es negativa. Así mismo, tienden a concluir que hay indicios de un trade-off entre una mayor inversión en activos financieros y las inversiones de capital, como también una relación negativa entre las inversiones de capital y mayores pagos a accionistas a través de recompras y pago de dividendos. Este tipo de literatura y análisis ha estado centrado en gran medida en el caso de las grandes corporaciones de Estados Unidos donde los hechos estilizados mencionados han sido documentados. Poco menos ha sido explorada la tendencia de financiarización con relación a otro tipo de inversiones como las asociadas a investigación y desarrollo (I&D), que justifica la presente investigación.

Sobre el particular, si se considera que en empresas de alta tecnología y bajo el concepto de economías basadas en conocimiento, un tipo de inversión altamente relevante debería ser la relacionada con I&D, lo que podría estarse presentando es un trade-off entre este tipo de inversiones y las inversiones en capital fijo. Esta es una variable que conviene analizar en la medida en que la teoría de caída en la acumulación de capital fijo frente a inversiones financieras pierde consistencia si se considera que en las economías desarrolladas y en grandes empresas son de especial importancia las inversiones en conocimiento que posibilitan innovar y ganar competitividad.

Esto conlleva la pregunta de si las condiciones de financiarización corporativa fundamentadas en la crítica a la perspectiva de generación de valor para el accionista y las explicaciones analíticas de la misma respecto a los efectos negativos sobre la inversión, se presenta también al considerar las inversiones en I&D. Otro interrogante tiene que ver con la forma en que se muestra la tendencia de la financiarización corporativa en el caso de empresas que más invierten en I&D y el tipo de implicaciones que se derivan cuando se incluye en el análisis esta clase de inversiones. Así mismo, si los efectos negativos de la financiarización a nivel de empresa se presentan en diferentes contextos de economías desarrolladas o se trata de una cuestión característica de las grandes corporaciones de Estados Unidos y qué tipo de implicaciones expone el concepto de financiarización de grandes corporaciones para la teoría financiera de la empresa.

En este sentido, los objetivos específicos que guían la presente investigación se dirigen a: (i) examinar el concepto y las tendencias en la financiarización de corporaciones no financieras de economías desarrolladas (ii) analizar la eventual relación entre la tendencia de financiarización de corporaciones no financieras (FCNF) y la inversión en I&D entre 1980 y 2018 para áreas geográficas seleccionadas y (iii) explorar si la tendencia de FCNF puede asociarse con un impacto perjudicial en las inversiones en los contextos geográficos considerados. La investigación se realiza desde la perspectiva de la firma y de acuerdo con el marco teórico se explora la manifestación de la financiarización fundamentalmente a través de su expresión en variables relativas a las finanzas de las empresas. En la medida en que se busca vincular la inversión en I&D con la financiarización de grandes compañías, el análisis se centra en empresas de economías centrales como lo es Estados Unidos y Europa. Esto teniendo en cuenta que una característica que se supone propia de estas economías es la de estar basadas en la intensificación de conocimiento y por tanto un tipo de inversión relevante es la I&D.

Para esto, la investigación se estructura en tres partes. Una primera parte que contempla la revisión de literatura y estado del arte, recogida en los primeros tres capítulos. En los capítulos uno y dos, se hace una aproximación al concepto de financiarización y sobre la forma como se instrumenta su manifestación en el plano de las grandes empresas. Esto incluye una revisión contextual del auge de las finanzas en el periodo 1980 -2018, una aproximación a la noción de capital financiero y la revisión del concepto de “empresa financiarizada” o financiarización empresarial y las formas en que se caracteriza y aproxima la literatura a este fenómeno. Posteriormente, en el tercer capítulo, se explora el concepto de economías basadas en el conocimiento, se hace una revisión sobre las características propias del financiamiento de la inversión en I&D y sobre la asignación de recursos a este tipo de inversiones en un contexto financiarizado.

La segunda parte está constituida por el capítulo cuarto donde se presenta las preguntas, objetivos de investigación y diseño metodológico para la exploración estadística de datos, y el capítulo quinto que muestra los datos relativos al análisis estadístico y estimación de modelo econométrico. Las estimaciones y demás instrumentos analíticos antes que establecer los determinantes casuales de la inversión en I&D, busca analizar posibles

relaciones y/o asociaciones de condiciones representativas de la financiarización a nivel de grandes empresas y la mayor o menor asignación de recursos a este tipo de inversiones.

La tercera parte que constituye el análisis y resultados, corresponde a los capítulos sexto y séptimo. En estos capítulos se recogen los resultados analíticos del proceso estadístico que se complementa con datos y hechos estilizados documentados en la literatura a efectos de dar una interpretación de la tendencia que se venía presentando de financiarización de grandes corporaciones hasta finales de 2018, y se realiza discusión sobre los planteamientos de la literatura sobre financiarización a nivel de grandes corporaciones. Esta discusión se estructura sobre la noción de empresa financierizada, canales de la financiarización corporativa a través de los cuales se genera efectos negativos sobre la inversión, discusión sobre la idea de un cambio en las rentas corporativas y se dejan enunciadas algunas discusiones que plantea la financiarización de grandes corporaciones en el ámbito de la teoría de finanzas empresariales.

En la presente investigación se encuentran algunos hechos que aportan a la discusión sobre la noción de financiarización de grandes corporaciones que se presentan y comentan en los capítulos finales referidos. Correspondiente con lo documentado en la literatura, a partir de la muestra de empresas analizada se encuentra una tendencia de caída en la inversión de capital fijo pero no en inversiones en I&D, son las grandes empresas las que más recursos asignan a I&D aunque se tornan menos intensivas lo que explica que la tendencia de aumento de recompra de acciones y pago de dividendos presente una clara concentración en este tipo de empresas. El crecimiento de la deuda corporativa y el cambio en las estructuras de financiamiento se ha acompañado por el aumento de los procesos de recompra de acciones, y junto con el mantenimiento de activos financieros lo que se encuentra como rasgo distintivo es una tendencia creciente en la participación de intangibles en la estructura de activos de las empresas. La literatura sobre financiarización ha asociado el mantenimiento de activos financieros con una menor inversión con soporte empírico en la caída de acumulación de activos fijos. Sin embargo, en el caso de las inversiones en I&D, se encuentra una asociación positiva entre éstas y el mantenimiento de activos financieros, que puede ser explicativa del reforzamiento de una tendencia de acumulación de activos financieros e intangibles. Así mismo, para el panel de firmas

analizadas, contrario a lo establecido por Krippner (2005), no se encuentra sustento de un cambio significativo en las rentas empresariales.

Lo anterior, no implica que se desvirtúe una forma de manifestación de la financiarización a nivel de grandes empresas, significa que al considerar las inversiones en I&D y la noción de activos intangibles, son otras las implicaciones y relaciones que dan cuenta de la forma como se instrumenta la financiarización corporativa. Las posibles explicaciones tienen que ver, como lo señalan Madeiros y Trebat (2017), con la forma en que el control de activos financieros e intangibles posibilita un cada vez mayor poder de monopolio en las grandes corporaciones que se combina con mercados laborales flexibles, expansión de crédito, y que configuran un régimen de acumulación que amplía la desigualdad económica.

En la parte final se presentan conclusiones del trabajo realizado y algunas reflexiones sobre perspectivas de investigación futuras.

1. El capitalismo guiado por las finanzas y la perspectiva de la financiarización

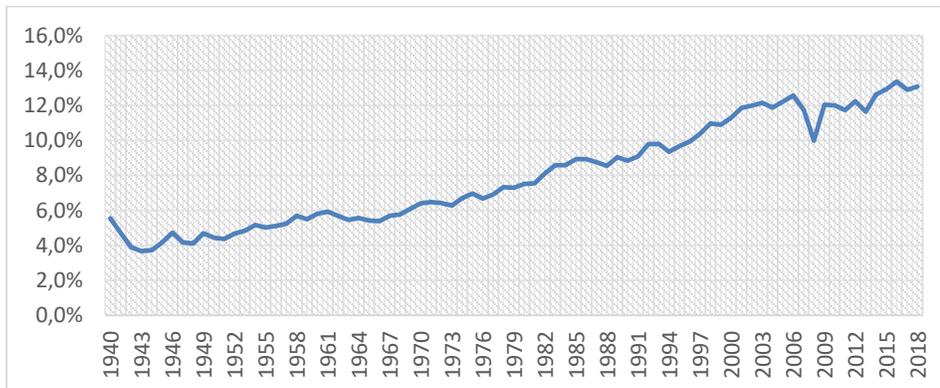
Desde diferentes perspectivas se tiende a notar que el sistema económico capitalista en las últimas décadas presenta unas condiciones particulares en su desenvolvimiento. Dentro de los diferentes fenómenos que se analizan para explicar y caracterizar las transformaciones que se han dado particularmente a partir de los años 80, se encuentra, entre otros, la crisis del estado de bienestar con la expansión de la filosofía neoliberal, la desregulación e internacionalización de las economías y la preeminencia de las finanzas. Esto conectado con factores tales como el desarrollo de las tecnologías de la información y en general, el énfasis que se atribuye al conocimiento y la tecnología como determinantes de la creación de valor y la competitividad en las economías actuales. En torno a estos rasgos del funcionamiento capitalista reciente, han aparecido nuevos conceptos tales como, globalización, financiarización, capitalismo financiarizado y en términos ideológicos, la noción de capitalismo neoliberal (Kotz, 2015).

Algunos hechos que caracterizan los cambios que se generaron a partir de los años 70 tienen que ver con la crisis del petrolero y la caída de la tasa de crecimiento e inversión en los países desarrollados que es atribuida a un problema de sobreacumulación con bajas tasas de ganancias, que daría paso al cuestionamiento de las políticas keynesianas y a procesos de desregulación, liberalización de capitales y globalización financiera, con el consecuente fortalecimiento del capital financiero en el desenvolvimiento económico. Un aspecto de especial importancia en las transformaciones que se promovieron en esta década, es el fin del sistema Bretton Woods, el cual había estado presente desde 1944 en el periodo del capitalismo regulado y operaba bajo el patrón oro-dólar. Así, el dólar estadounidense asumió el papel de moneda de reserva y divisa de cambios internacionales, mientras que las autoridades monetarias de otros países vinculaban su moneda al dólar a través de un sistema de tipos de cambio fijos para las principales monedas, esquema que imponía algunas restricciones a los movimientos de capital. Con la eliminación de este sistema a comienzos de la década del 80 se permitió a los mercados internacionales desempeñar un papel importante en el establecimiento de valores de divisas con la intervención de los bancos centrales y se promovió a libertad para circulación de capitales entre países.

Aunque se considera que el sector financiero había empezado a crecer desde los años 50 y 60 con la reconstrucción y expansión después de la segunda guerra mundial, es desde los años setenta que las actividades, relaciones, instituciones e intereses financieros cobran una nueva dimensión en la economía. Para algunos autores como Boyer (2000), el crecimiento impulsado por las finanzas se acentúa incluso especialmente desde 1990.

Los cambios regulatorios trajeron consigo el desmonte de normas de control bancario como la ley Glass Steagal en Estados Unidos que separaba la banca comercial de la actividad bursátil. Esta ley se había adoptado en 1933 tras la crisis de los años 30 como medida para evitar que los bancos se involucraran en actividades especulativas. Su eliminación ha dado origen a la integración de servicios financieros y a las estructuras complejas que se tienen en la actualidad y que han permitido la movilización de enormes cantidades de capital. Las medidas de desregulación en el orden monetario y financiero marcaron el inicio de cambios profundos en la circulación y acumulación de capital. Para Kotz (2015), las leyes de desregulación financiera como una parte importante de la reestructuración neoliberal permitió que el proceso de financiarización se pusiera en marcha mostrado por el valor agregado bruto financiero que como proporción del valor total corporativo aumentó de manera gradual de 1948 a 1981 de 4,2% al 7,8%, en tanto que, posterior a la aprobación de las primeras leyes importantes de desregulación financiera en 1980 y 1982, se presenta una tendencia al alza en este indicador (Kotz, 2015, p. 33). Este, según las cifras a 2018 representa el 13,1% (Figura 1).

Figura 1. Valor agregado de corporaciones financieras (% de valor agregado total de corporaciones en U.S.) 1940-2018



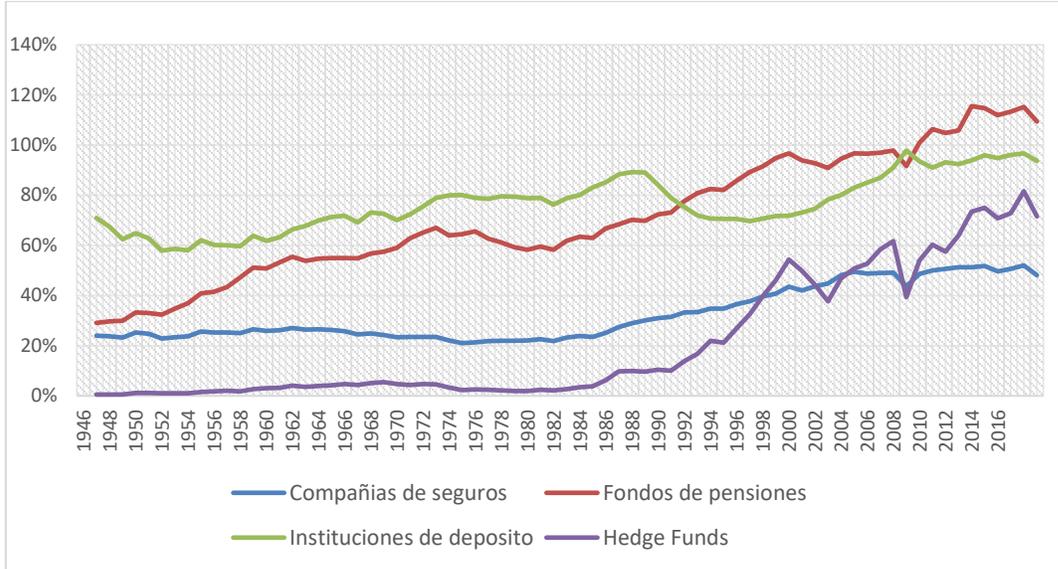
Fuente: Construcción propia a partir de datos U.S. Bureau of Economic Analysis NIPA Table 1.14. (Julio 2019)

Una característica del nuevo contexto financiero internacional globalizado y liberalizado tiene que ver con el surgimiento de nuevos agentes financieros que se suelen agrupar bajo la denominación de inversores institucionales. En esta categoría se incluyen fundamentalmente los fondos de pensiones y los fondos de cobertura. Aunque en el caso de países como Estados Unidos han existido desde 1940, es desde los años 80 y 90 cuando cobran especial dimensión e importancia en el sistema financiero y logran expandir su actuación en el plano internacional, favorecidos por las fuertes medidas de desregulación y los cambios en políticas de seguridad social que condujeron a algunos países a la reestructuración de sus sistemas de jubilación y la creación de fondos privados de pensiones. A esta etapa, Minsky la denominó como el surgimiento del “capitalismo de administradores de dinero”, donde la relevancia la toman los gestores de fondos. Dentro sus características resalta algunas tales como: casi todos los negocios se organizan a través de corporaciones, las instituciones financieras como bancos, compañías de seguros y fondos mutuos y de pensiones mantienen proporciones dominantes de los pasivos de las empresas, integración de una nueva capa de intermediación por parte de los fondos mutuos y de pensiones en la estructura financiera. El objetivo de estos administradores de fondos es maximizar el valor de sus inversiones medido por el rendimiento total de activos a través de la combinación de dividendos, intereses y apreciación del valor de la acción (Minsky, 1996, p.363).

La importancia de estos inversores institucionales en las últimas décadas tiene que ver con las dimensiones que han alcanzado, el volumen de activos financieros que manejan llegan a estar por encima del valor del producto interno bruto (PIB) en el caso de algunos países. En 2018, los activos financieros mantenidos por las compañías de seguros, fondos de inversión y de pensiones en países como Estados Unidos representaban 283% del PIB, en Alemania 141%, Francia 197%, Japón, 158%, Suecia, 228%, por mencionar algunos¹. Las Figuras 2 y 3 muestran el nivel de activos financieros por categorías de actores institucionales en el caso de Estados Unidos y la zona Euro.

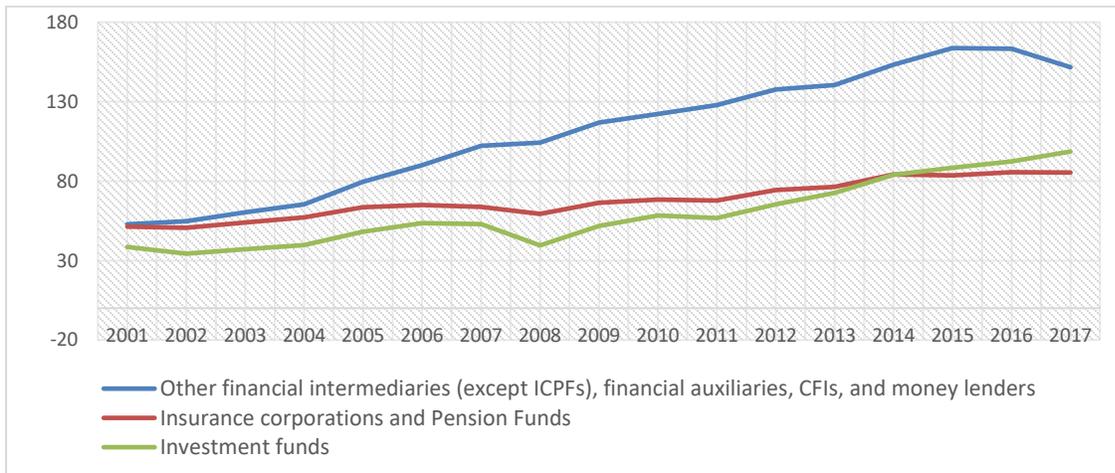
¹ OECD Institutional Investors Statistics 2018

Figura 2. Crecimiento de activos financieros instituciones financieras en Estados Unidos (% del PIB)



Fuente: Construcción propia a partir de datos de FED. [Z.1 Statistical Release](#) Integrated Macroeconomic Accounts for the United States. S6 Financial Business

Figura 3. Activos financieros totales: Instituciones financieras Zona Euro (19 países - % del PIB)

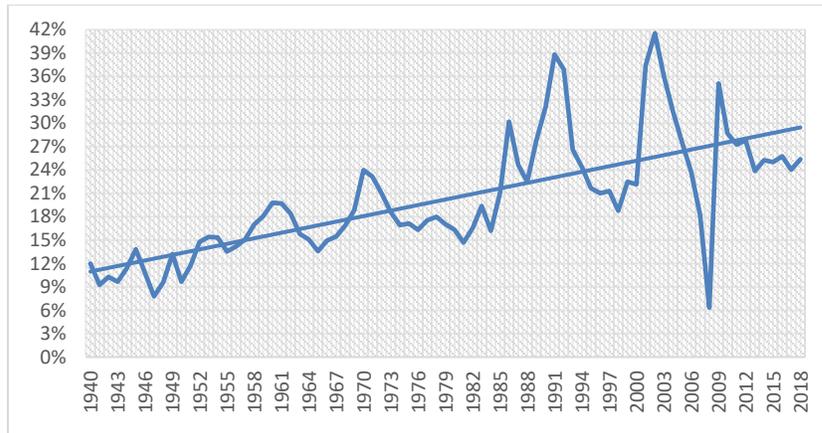


Fuente: Construcción propia a partir de datos de Eurostat- Financial balance sheets

Con el crecimiento del sector financiero también se ha dado su participación en la ganancia total corporativa. Kotz (2015) señala que ha sido el aumento de las ganancias lo que impulsó al sector financiero a tener un lugar creciente en importancia en la economía (Kotz, (2015, p.33). En el caso de Estados Unidos, este sector participaba con alrededor del 10% de las ganancias corporativas en 1940 y ha venido creciendo desde 1980 con caídas

importantes en los periodos de crisis como la de 2008. Desde 1980 la participación de las corporaciones financieras en las ganancias ha estado alrededor del 25%.

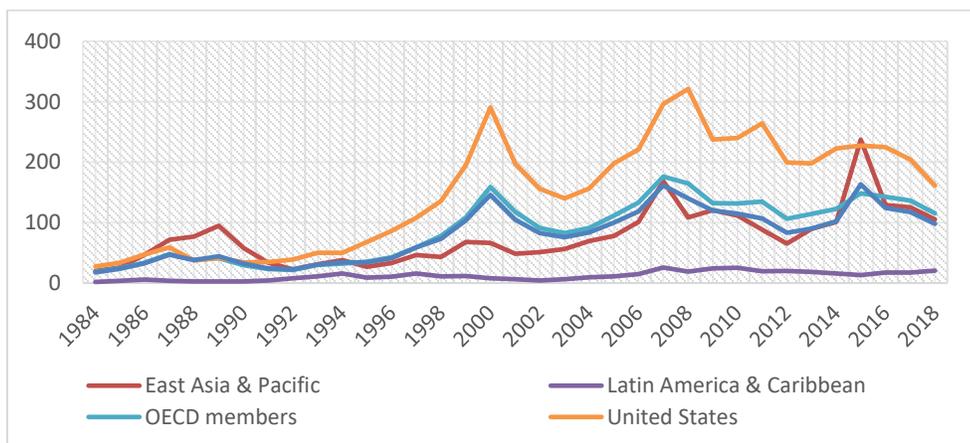
Figura 4. Beneficios de las corporaciones financieras como porcentaje de los beneficios de todas las corporaciones en los Estados Unidos (1940-2018)



Fuente: Construcción propia a partir de datos de U.S. Bureau of Economic Analysis NIPA Table 1.14. (Julio 2019)

El crecimiento de activos financieros es notorio desde 1990. La negociación de algunas categorías de estos, tales como las acciones asociadas a la capitalización bursátil de empresas en las bolsas de valores, muestra un aumento en el capital que se valoriza a través de los mercados financieros y por tanto derechos sobre ganancias futuras de la producción.

Figura 5. Acciones negociadas, valor total (% del PIB)



Fuente: Construcción propia a partir de datos obtenidos World Development Indicators

La preeminencia de las finanzas en la economía no es una característica única de las últimas décadas del desenvolvimiento capitalista, también las finanzas tuvieron un papel dominante a finales del siglo 19. Sin embargo, los rasgos distintivos que definen ese rol dominante en las últimas décadas, tal como lo señala Orhanganzi (2008), implica poder comprender las formas actuales de acumulación de capital y las configuraciones institucionales (p.24) que la acompañan.

Desde las posturas que han defendido la desregulación y la profundización financiera, se alude a la existencia de un vínculo positivo entre el sistema financiero y la actividad económica en la medida en que éste cumple el papel de asignar capital de manera eficiente, generar liquidez y una adecuada diversificación del riesgo así como el de facilitar las inversiones movilizándolo a las mejores oportunidades de negocios, que en últimas se traduce en una labor facilitadora del intercambio de bienes y servicios en la economía. De acuerdo con esto, el sistema financiero ofrece servicios clave para la acumulación capitalista y mejora la rentabilidad de las empresas industriales y comerciales. Básicamente esta es la razón por la cual las instituciones financieras pueden generar ganancias de forma sostenida. No obstante, la relación entre el sistema financiero y la acumulación real es contradictoria: las finanzas pueden tener efectos destructivos sobre la acumulación real (Lapavitsas, 2016, p.164). En la medida en que la función del sistema financiero no se cumple, se ve perturbado el funcionamiento de la economía real. Esto se ha hecho evidente con las crisis experimentadas y particularmente la de 2008 que han mostrado que los mercados financieros están lejos de ser eficientes y por el contrario han generado una serie de perturbaciones en la economía.

Desde una perspectiva crítica, la financiarización se ha presentado como un marco para comprender el papel de las finanzas como característica distintiva en las economías actuales, de las instituciones y estructuras financieras, de su participación en la apropiación de rentas en la economía y, en general, de los problemas que implica esta tendencia del desarrollo capitalista.

Las condiciones en que se ha venido dando el desenvolvimiento de las economías y los elementos explicativos que intenta recoger el concepto de financiarización tienen que ver

con que el sistema financiero está lejos de cumplir la función principal de asignar recursos de los sectores que tienen superávit hacia los sectores que tienen escasez de fondos (De Haan, et al., 2012). La financiarización como se argumentará más adelante, desde las relaciones del sector financiero y productivo representa un mayor distanciamiento entre las grandes empresas no financieras y los bancos en lo que concierne al sistema financiero como facilitador de crédito productivo.

1.1 La perspectiva de la financiarización

Aunque el concepto de financiarización puede resultar polémico, de manera general intenta recoger una serie de transformaciones de orden económico y social donde el sector financiero se hace preeminente, así como caracterizar y definir una nueva etapa en el desenvolvimiento capitalista, a la vez que analiza y delinea una relación problemática entre el ámbito financiero y el resto de la economía y la sociedad.

Sobre los orígenes de éste término se considera que empezó a aparecer a comienzos de la década de 1990. Sin embargo, de acuerdo con Foster (2007), “la cuestión fundamental de un cambio gravitacional hacia las finanzas en el capitalismo en general ha existido desde finales de los años sesenta. Las primeras figuras de la izquierda (o quizás de cualquier parte) en explorar esta pregunta sistemáticamente fueron Harry Magdoff y Paul Sweezy, escribiendo para *Monthly Review* quienes lograron ver el fenómeno a través del análisis histórico del desarrollo capitalista” (Foster, 2007 p.1)

En cuanto al concepto y lo que significa, aunque son diversas las definiciones y aproximaciones, una de las más ampliamente citadas en la literatura corresponde a la dada por Epstein (2005) en su libro titulado “*Financialization and the World Economy*” que establece que la financiarización significa el incremento del rol de los motivos financieros, mercados financieros, actores financieros e instituciones financieras en el funcionamiento de las economías nacionales e internacionales (Epstein, 2005, p. 3). Frente a la generalidad de definiciones como la mencionada, de acuerdo con Dore (2008), la financiarización es un poco como globalización, una palabra conveniente para un conjunto de cambios estructurales más o menos discretos en las economías del mundo industrializado. Al igual que con la globalización, los cambios están interrelacionados y

tienden a tener consecuencias en la distribución del poder, el ingreso y la riqueza, y en el patrón de crecimiento económico (Dore, 2008, p.1097)

Como concepto que integra una perspectiva teórica e intenta caracterizar la transformación del capitalismo en las últimas décadas, confinado enteramente a la heterodoxia económica y más abierto en otras ciencias sociales (Fine, 2014), se considera que “los estudios de la financiarización interrogan cómo un ámbito cada vez más autónomo de las finanzas globales ha alterado las lógicas subyacentes de la economía industrial y el funcionamiento interno de la sociedad” (Van der Zwa, 2014). Krippner (2005) usa este término para describir el peso creciente de las finanzas en la economía estadounidense con la creciente búsqueda de ganancias en el ámbito de las finanzas y tiende a definirlo como “un patrón de acumulación en el que las ganancias se acumulan principalmente a través de los canales financieros en lugar de a través de la producción y el comercio de los productos básicos” (Krippner 2005, p. 174). Por su parte, Lapavitsas (2011), lo describe como:

una transformación sistémica de las economías capitalistas maduras que consta de tres elementos fundamentales: primero, las grandes sociedades no financieras han reducido su dependencia de los préstamos bancarios y han adquirido capacidades financieras; en segundo lugar, los bancos han ampliado sus actividades de mediación en los mercados financieros, así como los préstamos a los hogares; en tercer lugar, los hogares se han involucrado cada vez más en el ámbito de las finanzas tanto como deudores como tenedores de activos (pp. 611-612).

Para Sawyer (2014), la financiarización se puede ver en dos perspectivas: la relacionada con el crecimiento cuantitativo y cualitativo del sector financiero en sus operaciones, poder, etc., las formas de financiarización y sus efectos y consecuencias deben establecerse para cada momento y cada espacio; y la financiarización como una etapa o época del capitalismo que data alrededor de 1980 en la que las finanzas se han vuelto dominantes y demarcan una forma diferente de capitalismo (Sawyer,2014,p. 16). Para Lagoarde (2017), la financiarización se presenta como producto de un conjunto de factores tales como el desarrollo de las tecnologías de la información, la desregulación de las economías y el aumento del paradigma de valor para el accionistas que se manifiestan en cambios interrelacionados entre el sector financiero y real de la economía. En el sector financiero los cambios están dados por la liberalización financiera, la velocidad de las transacciones, la negociación especulativa, securitización, redes de información complejas y geopolítica

financiera, mientras que en el sector real se tiene mayor desigualdad del ingreso, mayor apalancamiento, concentración de activos financieros y reales y dominio de los accionistas (p. 114). En cuanto a la financiarización y las transformaciones del sistema económico, Palley (2007) enunció como principales impactos: el incremento de la importancia del sector financiero en relación con el sector real; la transferencia de ingresos del sector real al sector financiero; y el aumento de la desigualdad y el estancamiento salarial (Palley, 2007, p. 3). Bajo la perspectiva de Minsky, habría que agregar el aumento de la inestabilidad económica (Whalen, 2017, p.53).

Sobre el estado del arte de los estudios sobre financiarización, Van der Zwa (2014), categoriza tres enfoques: el primero, el que la considera como un régimen de acumulación, particularmente es la perspectiva de la Escuela de la Regulación Francesa que ve la financiarización como el sucesor del régimen de acumulación fordista; el segundo enfoque, el que se centra en la financiarización de la corporación moderna con la emergencia de la filosofía de generación de valor para el accionista como el principal principio guía de su comportamiento; y una tercera aproximación que tiene que ver con lo social y cultural, es decir, el análisis de cómo las finanzas han permeado los diferentes espacios sociales y están presentes en la vida cotidiana de las personas (pp. 101-102).

Desde la aproximación de la Escuela de la Regulación, “el modo de desarrollo viene dado por la combinación del régimen de acumulación y el modo de regulación. El régimen de acumulación se refiere a la organización de la producción y distribución del valor y la plusvalía. El modo de regulación, por otro lado, se refiere a las instituciones, normas y prácticas que acompañan al régimen de acumulación y que proporciona las condiciones para su reproducibilidad a largo plazo” (Hein, et.al, 2015, p. 9). El modo de regulación es analizado a partir de la relación salarial (organización del trabajo, mercados laborales, negociación salarial, salarios y empleo); la forma empresarial (organización, fuente de beneficios, forma y grado de competencia); el régimen monetario (dinero, sistema bancario y crediticio, política monetaria); el estado (formas de intervención); y regímenes internacionales (en materia de comercio, inversión directa, flujos de capital, moneda internacional, sistema de tipo de cambio, arreglos políticos) (Jessop, 1997, p.291).

Hein et al (2015), al examinar las posturas teóricas sobre financiarización provenientes de tres vertientes, la Escuela de la Regulación Francesa, el enfoque de estructuras sociales

de acumulación y las contribuciones de algunos autores poskeynesianos, encuentra que sobre las características que definen un periodo del capitalismo dominado por las finanzas hay convergencia y complementariedad entre las diferentes aproximaciones. Particularmente halla coincidencias en que el periodo de financiarización es caracterizado por la desregulación y liberalización de mercados financieros, de mercados de bienes y de trabajo, por una reducción en intervención estatal, una coalición rentista accionistas-administradores con una consecuente orientación de la rentabilidad a corto plazo de las empresas a expensas de las inversiones de largo plazo, así como los cambios en el sector bancario a través de la bursatilización (p. 45).

Según Epstein (2018), si bien ahora hay mucho acuerdo entre los economistas heterodoxos y de la corriente principal de que las finanzas no reguladas tienen el potencial de contribuir a la inestabilidad financiera y las crisis financieras, hay mucho menos acuerdo sobre los impactos a largo plazo de las finanzas modernas en la acumulación y distribución de capital, esto tiene que ver, entre otras cosas, con entender el sistema financiero en sus interconexiones con los hogares y la empresas (Epstein 2018, p.2),

En el marco de la economía política marxista, en cuanto a la financiarización como ligada a una nueva etapa del capitalismo, la respuesta se proporciona en torno a los distintos cambios en las formas dominantes tomadas por la producción, distribución y circulación de la plusvalía (Fine, 2014, p.57). De acuerdo con Fine (2014), la financiarización es definida en términos de la creciente presencia de capital que genera intereses, distinto del crédito, el papel que desempeña en la acumulación real como opuesto a la acumulación de capital ficticio (...). La financiarización se ve como la expansión del capital que devenga intereses en formas intensivas y extensas en términos del crecimiento y la proliferación de activos financieros con vínculos cada vez más distantes con la producción y el intercambio mismo de productos, y lo segundo implica la extensión del capital que genera intereses a nuevas áreas de la vida económica y social en formas híbridas con otros tipos de capital (Fine, 2014, p.47).

Por su parte, la alteración de la relación sistema financiero- sector real también es explicada a través del rompimiento de la conexión tradicional crédito – actividad productiva,

en el sentido en que algunos análisis encuentran que las grandes corporaciones antes que recurrir a los mercados financieros para el financiamiento de inversiones, han venido adoptando prácticas que tienen que ver con un mayor uso de recursos para operaciones en los mercados financieros y mayores pagos de dividendos. A las grandes corporaciones se les atribuye haber adoptado una naturaleza propia que si bien siguen participando en actividades productivas cada vez adoptan actuaciones similares a las del sector financiero, esta línea de análisis es defendida por autores como Lapavitsas (2011, 2016) para quien la financiarización se caracteriza por un aumento de la distancia entre empresas y bancos, el crecimiento de la autonomía relativa de las finanzas y el cambio de rumbo de estas hacia los hogares” (Lapavitsas, 2016, p.83-84).

También el proceso de financiarización en su interconexión con el ámbito empresarial es asociado a un mayor enfoque en la doctrina de valor para el accionista con el consecuente efecto en las estrategias corporativas de tipo financiero. Se asocia esta tendencia con el aumento de inversores institucionales que se han convertido en un tipo de actores que han impactado en gran manera el desenvolvimiento del mercado financiero y en las transformaciones de las finanzas (Wenstein, 2015), que en su interacción han terminado por modificar la naturaleza de las participaciones de propiedad empresarial. En el plano microeconómico se atribuyen efectos negativos sobre la asignación de recursos empresariales para la inversión productiva con sus consecuentes repercusiones a nivel macroeconómico en términos de acumulación de capital y crecimiento económico.

Para Boyer (2000), “la principal característica del régimen de crecimiento impulsado por las finanzas es el papel central desempeñado por las finanzas y las alianzas entre accionistas y administración, en oposición al compromiso capital-trabajo, que era una característica dominante del régimen fordista” (Boyer, 2000). El aumento de la liberalización financiera intensifica la relación entre las finanzas y el resto de la economía, y la valoración del mercado de valores está en el corazón del régimen de acumulación liderado por las finanzas dado que aquí es el mercado el que dicta las estrategias comerciales de las empresas” (Boyer, 2010).

Sobre estos aspectos se hará énfasis en los siguientes apartados a efectos de lograr ahondar en los problemas alrededor de la financiarización, sus manifestaciones e incidencias en el plano empresarial.

1.2 Las finanzas y el capital financiero en la teoría económica.

Como se expuso antes, la noción de financiarización involucra un papel preponderante de las finanzas como un rasgo que define el capitalismo contemporáneo. Un sector financiero estable y eficiente cumple un papel de asignación de recursos de liquidez financiando las inversiones. Se supone que el sector financiero se encarga de movilizar los ahorros identificando las mejores oportunidades de negocios y dando financiamiento a las empresas a la vez que permite monitorear su desempeño y el de sus gerentes, así como la negociación de cobertura y diversificación de los riesgos asociados, lo que en últimas se traduce en una labor facilitadora del intercambio de bienes y servicios en la economía.

La relación que en economía se establece entre el sector financiero y el resto de la economía es comúnmente descrita por un proceso de acceso al crédito de la empresa productiva, “el objeto comercial de las finanzas es el capital dinerario prestable, la piedra angular del crédito capitalista” (Lapavitsas, 2016, p.23). Con este acceso, la empresa usa los recursos de crédito para invertir en bienes de capital, pago de trabajadores y todas las inversiones que le posibiliten expandir la producción. El proceso de crédito e inversión productiva es esencial para la creación de empleo y crecimiento económico. También, otra fuente de financiamiento empresarial puede ser a través de los recursos generados internamente (ganancias de explotación), de manera que el recurrir a crédito no será el único canal pero si uno fundamental.

Sin embargo, las condiciones en que se ha venido dando el desenvolvimiento capitalista y los elementos explicativos que intenta recoger el concepto de financiarización tienen que ver con una relación problemática entre el ámbito financiero y el resto de la economía. Se suele hacer énfasis en la supremacía del capital financiero sobre el capital productivo que pone en cuestión hasta qué punto el capitalismo financiarizado está distorsionando su misma reproducción.

Husson (2009), establece que el predominio de las finanzas puede definirse por el aumento de los ingresos financieros en el reparto del ingreso nacional, el peso creciente del capital financiero y el alza de los precios bursátiles (p. 250). Respecto a las grandes corporaciones

transnacionales, Sefarti (2011) plantea que en un contexto donde la acumulación está dominada por el capital financiero, la lógica financiera adquiere un papel preeminente en la estrategia de las mismas (p.1). Al respecto, es importante intentar aproximarnos al significado de capital financiero y lo que implica en el contexto de financiarización de grandes corporaciones.

El término capital financiero aparece en el libro de Hilferding (1910) "Finance capital: a study of the latest phase of capitalist development" en el cual destaca una etapa del capitalismo dominada por las relaciones financieras y en la que el capital asume la forma de capital financiero. Esta denominación de capital se usa y alude generalmente a los fondos que pueden ser provistos por prestamistas o también es asociado a dinero ahorrado y centralizado por instituciones del sector financiero con capacidad de generación de renta o interés, o como lo define Taylor (2010) "el capital financiero en general representa las valoraciones actuales de mercado de los derechos de propiedad sobre las existencias de medios de producción producidos y capital fluido" (Taylor, 2010, p. 124).

Aunque el auge de las finanzas y la circulación de capital financiero conlleva importantes implicaciones en las condiciones de acumulación de las últimas décadas, el concepto de capital financiero no tiene especial atención particularmente desde la literatura neoclásica y como bien lo indica Brunhoff (2009) "las teorías económicas tienen dificultad para incorporar el análisis de las finanzas en los análisis sobre la economía real. Este es también el caso de la moneda, cuyo uso es sin embargo inherente al funcionamiento de la economía capitalista, ya se trate de la producción o de las finanzas. Sin dinero no hay capital, sea este real (invertido en medios de producción) o financiero (colocado en diversos títulos en estructuras específicas)" (p.26). También lo apuntan Minsky y Vaughan (1990), "el keynesianismo econométrico, el monetarismo y la economía neoclásica comparten un hilo común: no consideran explícitamente las relaciones financieras de una economía capitalista. Ignorar los mercados financieros mientras se trata de explicar el comportamiento de las economías capitalistas avanzadas es como ignorar al príncipe al lanzar una producción de Hamlet" (Minsky y Vaughan, 1990, p. 3)

Sin embargo, como las finanzas conectan los recursos necesarios en el presente para el desarrollo de avances tecnológicos con la expectativa de ganancias en el futuro, separación que involucra valor presente y futuro e introduce inestabilidad en el sistema

capitalista, conlleva la necesidad de considerar lo que plantean dos marcos aparentemente separados como lo es el de economías basadas en el conocimiento y el de financiarización a efectos de, en el caso que nos ocupa, las inversiones empresariales, ampliar el entendimiento de las condiciones de creación de valor y acumulación en un contexto financierizado.

Como elementos teóricos sobre finanzas y economía y para efectos de hacer una aproximación a las acepciones del concepto de capital financiero y el papel de la inversión, a continuación se hace una revisión de las aproximaciones desde algunas perspectivas teóricas.

1.2.1 Finanzas en Ricardo y Marx

Dentro de la teoría clásica, Ricardo fue uno de los primeros en abordar las cuestiones del dinero y las finanzas, aunque reconocido como teórico de la producción y el comercio internacional a partir de su teoría de la ventaja comparativa, “se considera que fueron sus ideas monetarias las que lo hicieron famoso” (Deleplace, 2017, p.1). Sus discusiones sobre la política monetaria, la tasa de interés y el papel de los bancos permiten hacer una aproximación a algunos aspectos de las conexiones entre la teoría de la moneda y las finanzas.

De acuerdo con Ricardo, la tasa de interés, denominada tasa natural de interés, es determinada por la tasa de ganancia del capital real, la cual depende de la cantidad de capital y no de la cantidad de moneda. Para Ricardo la demanda de dinero bancario que hace el prestatario depende de la comparación que hace entre la tasa de ganancia y la tasa de interés a la que puede obtener los fondos.

“el interés para el dinero; no es regulado por la tasa a la cual el banco prestará (...) pero si por la tasa de ganancia que puede ser hecha por el empleo del capital y la cuál es totalmente independiente de la cantidad o el valor del dinero” (Ricardo, 1817, cap. 27, p. 265)

En su teoría establece que las fuentes fundamentales de producción de riqueza son la tierra cuyo ingreso es la renta, el capital real del que surgen las ganancias y el trabajo remunerado con los salarios. Para financiar los salarios es necesario un fondo de adelantos

y su monto depende de los bienes de consumo indispensables para mantener a los trabajadores. En este sentido, si la tasa de interés depende de la tasa de ganancia, las finanzas no hacen parte de las condiciones fundamentales de la producción, no obstante, Ricardo introduce a los financistas bajo la denominación de los “money-men”, que colocan sus fondos a préstamo y viven del interés de su dinero. Este dinero dado en préstamo lo denomina capital de circulación o capital flotante. De allí surge la paradoja planteada por Marx sobre el estatus económico de las finanzas en relación con el capital de producción (Brunhoff, 2009, pp.27-29).

Sobre las contribuciones de Marx, Brunhoff (2009) considera que la más importante tiene que ver el estudio del papel de la moneda y las formas del capital, capital dinero y capital de producción que permite a Marx introducir las funciones de las finanzas en lo que denomina “sistema de crédito”, incluyendo bolsas y bancos (p. 20), reconoce la existencia de un sector capaz de centralizar fondos disponibles los cuales juegan un papel importante en la realización de grandes obras. Sobre los conceptos que vinculan la teoría del capital con los mecanismos financieros, dentro de las diversas aproximaciones a la obra de Marx, por ejemplo, Chesnais (2009, 2017) hace especial análisis de las categorías “capital portador de interés” y “capital ficticio”. Hudson (2009) por su parte, toma el punto de vista de las condiciones de reproducción del capital diferenciando entre una esfera productiva y una esfera financiera para analizar las características del sistema capitalista contemporáneo caracterizado por la tasa de explotación para el restablecimiento de la tasa de ganancia.

En las reflexiones de Marx sobre el capital, distingue entre capital-dinero y dinero que hace capital, este último como el capital dado en préstamo o capital portador de interés que resulta de formas específicas de centralización “acumulación de capital dinero” propiamente dicha que conduce a una acumulación de capital ficticio o acumulación financiera que refiere a la actividad de los banqueros o instituciones financieras cuyo punto de partida y cuyo punto final es el dinero efectivo. La remuneración del dinero convertido en capital es la plusvalía (Chesnais, 2009, pp86-88).

La idea de dinero que genera dinero es catalogado como el ciclo reducido del capital, “sólo el capital industrial lo completa en su totalidad” (Dumenil y Levy, 2009b, p.222). Aquí nos encontramos con $D - D'$, dinero que engendra más dinero, valor que se valoriza a sí mismo, sin el proceso intermedio entre ambos extremos. En el capital comercial $D - M - D'$ existe,

por lo menos, la forma general del movimiento capitalista, aunque sólo se mantenga dentro de la órbita de la circulación, razón por la cual la ganancia aparece aquí como simple resultado de una enajenación; no obstante, aparece como producto de una relación social y no como producto simple de un objeto material” (Marx, 1894, p.255).

A su vez introduce la noción de capital ficticio, en la que concretiza aún más la idea de fetichismo del dinero portador de interés que genera dinero (Chesnais, 2009, p.99), aspecto que se torna de especial vigencia en las condiciones del capitalismo financiarizado donde los títulos de propiedad, de deuda y derivados han cobrado gran relevancia. Marx en el Volumen III del capital aplica el término capital ficticio a los préstamos del gobierno, a las acciones como títulos de propiedad de las empresas y en general a los títulos que representan un capital de financiamiento como acciones o emisiones de deuda empresarial. En el caso de títulos de propiedad como son las acciones, aunque reconoce que el capital invertido ha sido desembolsado para que las empresas lo inviertan como capital no las excluye que se trate de una simple especulación.

“este capital no existe por doble concepto, de una parte como valor–capital de los títulos de propiedad, de las acciones, y de otra parte como el capital realmente invertido o que ha de invertirse en aquellas empresas. Existe solamente bajo esta segunda forma y la acción no es otra cosa que un título de propiedad que da derecho a participar pro rata en la plusvalía que aquel capital produzca. No importa que A venda este título a B y B a C. Estas transacciones no alteran en lo más mínimo la naturaleza de la cosa. Con ello A o B convertirán su título en capital, pero C, en cambio, convertirá su capital en un simple título de propiedad que le dará derecho a percibir la plusvalía que se espera del capital–acciones. (Marx, 1894, p.298)

Este carácter ficticio se extiende por el hecho de que la acción es susceptible de cambiarse en un mercado, la bolsa, y posee un precio relativamente autónomo de los componentes del capital que supuestamente materializa. El precio de las acciones expresa la capitalización de un flujo de ingreso futuro, sobre la base de anticipaciones (Dumenil y Levy, 2009b, p.217).

La formación de capital ficticio Marx la asimila a capitalización y resalta el carácter especulativo de los títulos por cuanto su valor no depende de ingresos reales sino de rentas futuras esperadas. “Estos títulos no representan en realidad otra cosa que derechos acumulados, títulos jurídicos sobre la producción futura cuyo valor dinero o valor-capital o

bien no representan capital alguno, como ocurre en el caso de la deuda pública, o se regula independientemente del valor del capital real que representan)” (Marx, 1894, p.299)

Así, bajo la perspectiva marxista como es expresado por Dumenil y Levy (2009):

“el carácter ficticio se atribuye al título que materializa un capital de financiamiento, por ejemplo una acción o una obligación de una empresa. El ciclo del capital está aquí en el lado del activo del balance, el carácter ficticio remite a algo distinto: la aparición de un duplicado del capital. El mismo título aparece en distintas manos bajo distintas formas. La mayor parte, (en nuestro concepto), la totalidad de este capital dinero (de financiamiento) es puramente ficticio” (p.217). El precio de este capital está determinado por la anticipación de un flujo de ingreso futuro, evidentemente indeterminado y por tanto, especulativo, por lo cual, ningún componente del capital de financiamiento escapa al carácter de ficticio, aunque según los mecanismos y en grado diverso según la naturaleza del financiamiento (...). Pero se puede dar una definición más amplia, como un equivalente del capital de préstamo en general, sabiendo que incluye los préstamos a las empresas, las acciones y los créditos a otros agentes, incluyendo al capital ficticio en el primer sentido, el de acreencias sobre agentes distintos de las empresas (pp. 218-219).

Como también lo expresa Marx, el capital es uno aunque reviste varias formas dentro de lo que denomina el ciclo del capital y el papel que desempeña dentro del mismo. Las discusiones sobre el Capital conducen a Hilferding quien aborda el concepto de capital financiero como unificación del capital.

1.2.2 Hilferding y el capital financiero como unificación del capital

Rudolf Hilferding (1910) en su obra “Das Finanz Kapital” (finance capital) define el “capital finanza” o en español la expresión capital financiero como el capital bancario: “capital en forma de dinero, que de este modo se transforma en capital industrial” (Hilferding, 1910, p 254). Para Hilferding aunque desde el punto de vista del propietario mantiene la forma de dinero invertido en la forma de capital monetario productor de intereses que puede ser retirado en forma de dinero, la mayor parte del capital en los bancos se transforma en capital industrial productivo (medios de producción y fuerza de trabajo) y se ha movilizó en el proceso de producción. Así, desde esta perspectiva el capital financiero es capital a disposición de los bancos y por medio de estos a disposición de los industriales (p. 53).

El auge de este capital financiero es atribuido al auge de la sociedad por acciones y la monopolización de la industria. Hilferding ofrece una discusión detallada de las formas organizativas del capital centralizado que incluía los carteles y los trusts por cuanto considera que el capitalismo maduro es dominado por el capital centralizado, que de forma

consciente restringe la competencia para proteger la rentabilidad (Citado en Lapavitsas, 2016, p.87).

Para Hilferding el capital financiero significa “la unificación del capital. Los antiguos sectores separados del capital industrial, comercial y bancario, se hallan ahora bajo la dirección común de la alta finanza, en la que están involucrados personalmente los señores de la industria y de los bancos” (p. 337).

La importancia de la sociedad por acciones lleva a Hilferding a analizar las implicaciones de la separación de la propiedad y la gestión así como la participación del capital financiero en la propiedad a través de acciones o también a través de títulos representativos de obligaciones emitidas por las compañías, títulos cuyo movimiento es facilitado gracias al desarrollo de la bolsa de valores. De esta manera, sobre el poder de los bancos con la expansión del crédito y la movilización del capital Hilferding tiende a anotar:

“crece el poder de los bancos, se convierten de fundadores y, finalmente, en dominadores de la industria, apoderándose de los beneficios como capital financiero (...) el capital financiero es la síntesis del capital usurero y del capital bancario y, como estos, aunque en un grado infinitamente superior del desarrollo económico, se apropia de los frutos de la producción social” (p. 255).

Hilferding recogiendo en su análisis las características propias presentes en el desenvolvimiento capitalista de su época, atribuye a la noción de capital financiero, la unificación del capital industrial y bancario en un contexto en el que las grandes corporaciones se hacían dependientes de los bancos para el financiamiento de la inversión, perspectiva un poco diferente a la planteada por algunos autores recientes en el contexto de la financiarización que consideran que las empresas no financieras, en general, han pasado a depender menos de los bancos, sin que se niegue una amplia interpenetración entre el ámbito de las finanzas y la esfera de la producción (Sefarti, 2008, 2011). De acuerdo con Dumenil y Levy (2009), “la oposición financiero/industrial no es pertinente (...) En un nivel inferior de la jerarquía capitalista, los capitalistas industriales están sometidos a esta maquinaria financiera, pero en la cumbre, los grandes capitalistas poseen todo y esta propiedad se encarna en las instituciones financieras.” (p.242).

En la sociedad por acciones Hilferding considera que hay un cambio en la función del capitalista industrial, esto es, una disociación del capitalista industrial de la función del

empresario industrial, cambio que otorga al capital por acciones la función del capital puro monetario, refiriéndose con esto al capitalista como acreedor monetario, da dinero para recibir una renta, solo que esta renta no está determinada de antemano como en el caso del derecho que existe en una relación de préstamo (p.110). Sobre la noción de la ganancia del fundador, establece que la ganancia financiera se deriva principalmente de la plusvalía, asimila la acción a un título de crédito sobre la producción futura, una asignación sobre los rendimientos. Este rendimiento tiende a ser igual al tipo de interés más una prima de riesgo. Sobre el precio de la acción aunque reconoce que puede ser obtenido a partir de la capitalización de esos rendimientos, es puramente ficticio puesto que lo que existe realmente es el capital industrial y sus beneficios (p. 113). Desde la concepción del capital ficticio, considera que las ganancias o pérdidas especulativas surgen de las valoraciones actuales de estas reclamaciones a intereses y es una simple transferencia entre especuladores, lo que es ganancia para uno es pérdida para otro.

El concepto de Hilferding de la ganancia del fundador permite establecer relación entre el capital prestable y los flujos esperados de plusvalía que determinan la ganancia financiera pero además determinan los precios de los activos financieros que al menos bajo las condiciones de normas contables actuales su misma nominación de activo está referida a su capacidad de generar beneficios económicos futuros.

1.2.3 Schumpeter y el papel del crédito en el desarrollo económico

Schumpeter es reconocido por sus contribuciones sobre la economía de la Innovación y su análisis de la economía como un flujo circular. Un aspecto que está presente en algunos de sus trabajos como la “Teoría del Desarrollo Económico” (1911) y “Ciclos económicos. Análisis teórico, histórico y estadístico del proceso capitalista” (1939), es el papel del crédito y las funciones del sistema bancario en la creación de éste, que posibilita la expansión del sistema económico al permitirle a los empresarios hacer las mejores combinaciones posibles y promover la innovación. Schumpeter atribuye la denominación de “éforo” (aquel que supervisa) al banquero.

Es solamente el empresario el que precia del crédito en el sentido de una transferencia temporal de poder adquisitivo.

Si no posee ese poder de compra —y si lo poseyera sería simplemente como consecuencia del desarrollo anterior—debe obtenerlo en préstamo. Sí no lo obtiene es indudable que no puede transformarse en empresario. En esto no existe nada ficticio (...) Sólo puede transformarse en empresario adquiriendo primeramente el carácter de deudor (...). Lo que precisa primeramente es crédito. Requiere poder adquisitivo antes de necesitar cualquier clase de bienes. Es el deudor típico en la sociedad capitalista (Schumpeter, 1911, p. 111)

Según Schumpeter esa creación de medios de pago se centra en los bancos y constituye su función fundamental (1911, p.107). El papel de los bancos desempeña así un papel importante en el desarrollo capitalista en tanto forman relaciones de largo plazo con la empresa y precisan del conocimiento de las mismas a efectos de garantizar el reembolso de sus deudas. Para Schumpeter, el crédito esencial en el proceso económico es el crédito concedido al empresario, sobre otras formas de crédito como el crédito de consumo, considera que “no forma parte de la naturaleza de ningún individuo contraer deudas para consumo” (p.111).

La noción de capital Schumpeter la acerca a la condición de un fondo de poder adquisitivo que consiste en dinero y el resto de activos medido en dinero para la transferencia a los empresarios, siendo así el capital un agente en la economía de cambio. El capital es la transferencia de medios productivos al empresario (Schumpeter, 1911, pp. 128-130). La ganancia del empresario la concibe como un excedente sobre el costo, correspondiente a todos los desembolsos que debe realizar el empresario directa o indirectamente en la producción, el salario por el trabajo realizado por el empresario, una renta adecuada por la tierra que pueda pertenecerle, y finalmente un premio por el riesgo, así como el interés del capital, si el capital pertenece al propio empresario (p 135). En cuanto a la remuneración al capital plantea sus diferencias frente a los teóricos que la asimilan a un interés:

“la ganancia del empresario no es una renta, como los rendimientos por las ventajas diferenciales en los elementos permanentes de un negocio; ni es un rendimiento del capital, de cualquier forma que pueda definirse al capital. De manera que no hay razón para hablar de una tendencia hacia la igualación de las ganancias que no existe en forma alguna en la realidad, pues solamente explica la posición favorable de muchos autores respecto a esa posibilidad teórica la agrupación conjunta del interés y la ganancia a pesar de que observamos ganancias tan diferentes en uno y el mismo lugar, en una y la misma industria. Queremos también recalcar que la ganancia no es salario, a pesar de que la analogía sea tentadora. No es ciertamente un simple residuo; es la expresión del valor de lo que contribuye el empresario a la producción, en el mismo sentido que los salarios son la expresión en valor de lo que “produce” el obrero (p. 158).

Por su parte, el interés pagado a los bancos es considerado una especie de impuesto a las ganancias empresariales. Sobre la importancia de la ganancia, añade Schumpeter que para el sistema capitalista “sin ganancia no habría acumulación de riqueza” (1911, p. 159). Para Schumpeter existe el capital privado no capital “social” en tanto los medios de pago no pueden realizar su papel de capital sino en manos de particulares (p.130). Esto se cuestiona en torno a los planteamientos de Minsky y al considerar aspectos relacionados con la inversión en generación de capital intangible.

Schumpeter exalta así el papel del empresario como innovador y del sector bancario como el facilitador de liquidez que posibilita esas nuevas combinaciones en la producción. Lo importante de estos planteamientos radica en que para que se den las innovaciones y siempre que se realicen innovaciones habrá necesidad de asignación de fondos y será además la forma en que continuaran generándose ganancias.

La discusión de estos planteamientos en el contexto de la financiarización tiene que ver con el papel del crédito que es usado por las empresas para llevar a cabo la producción e innovaciones y el que es usado para otros fines. De acuerdo con Mazzucato y Wray (2015) “para Schumpeter, el “mercado monetario” es la “sede del capitalismo”. Sin embargo, en las últimas décadas, las finanzas se han retirado de servir a la economía real: el sector financiero se atiende a sí mismo y las empresas en la economía real se han “financiarizado” (p. 6), tesis que se explora en ese trabajo.

1.2.4 Keynes, las finanzas e inversión

Keynes en su obra “Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero” (1936), involucra en el centro de su análisis las condiciones bajo las cuales alcanzar el pleno empleo. Según Keynes, la insuficiencia en la cantidad de empleos se debe a la falta de incitación a invertir por parte de los empresarios, afectados por la incertidumbre de las ganancias futuras, “la eficiencia marginal del capital invertido” (Keynes, citado en Brunhoff, 2009, p. 36).

En su teoría macroeconómica reconoce el papel de la moneda y los vínculos del sector real con las finanzas. La producción se organiza en torno al dinero, “el dinero es el tónico que incita la actividad del sistema económico” (Keynes, 1936, p. 156). El carácter institucional de la oferta de moneda le permite al Estado actuar sobre el nivel de tasa de

interés de manera que la política monetaria puede ser útil pero con efectos débiles e insuficientes pues se enfrenta a dos tipos de demanda de moneda de carácter patológico: la incitación a atesorar y la demanda especulativa, comportamientos que surgen de la preferencia por liquidez y que afectan el financiamiento de inversiones. Los ricos atesoradores, rentistas, se benefician con la escasez de moneda haciendo aumentar la tasa de interés (Brunhoff, 2009, p. 38)

En la teoría de Keynes el ahorro no antecede o es la fuente de financiamiento de la inversión, es la inversión la que crea el ingreso que se ahorra, la empresas invierten y deciden producir de acuerdo con lo que esperan sea demandado. Es de este planteamiento que deriva que el empleo no está determinado en el mercado laboral sino por la demanda efectiva.

La preferencia por liquidez es explicada por Keynes (1936) a través de lo que denomina características psicológicas de la comunidad que determinan la propensión a consumir, esto es, la parte del ingreso que se consumirá y la que se guardará en forma de poder adquisitivo de consumo futuro (p.150). Sobre esta última, considera, corresponde también determinar la forma en que se conservará este poder adquisitivo, líquido (dinero y equivalentes) o si está dispuesto a desprenderse del poder adquisitivo por un periodo dejando al mercado la fijación de las condiciones en que puede convertir el poder adquisitivo diferido sobre bienes específicos o bienes en general (p. 151). Una condición necesaria sin la cual no podría haber preferencia de liquidez por el dinero como medio de conservar riqueza es la existencia de incertidumbre respecto al futuro de la tasa de interés (p.152).

Sobre las expectativas de largo plazo y el análisis de las decisiones de inversión, Keynes encuentra que la separación de la propiedad y la dirección, así como el desarrollo de los mercados de valores facilitan la inversión pero contribuyen a aumentar la inestabilidad del sistema, las decisiones de la bolsa ejercen influencia en la tasa de inversiones corrientes de manera que las clases de inversiones terminan regidas por el promedio de personas que realizan operaciones en la bolsa (p.138). Sobre la forma en que se realizan las valoraciones, Keynes reconoce que “entran consideraciones de toda clase que de ninguna

manera se relacionan con el rendimiento probable” (p.139), lo que si puede formarse es una idea del riesgo que corre en el futuro inmediato. “Así la inversión se vuelve razonablemente “segura” para el inversionista individual en periodos cortos, y, en consecuencia, en una sucesión de los mismos, no importa cuántos, si puede confiar razonablemente en que no se quebrantará la convención y en que, por tanto, tendrá oportunidad para revisar sus conclusiones y modificar la inversión antes de que haya tiempo suficiente para que ocurran grandes alteraciones” (p.140).

Para Keynes, reconociendo el auge del sector financiero en el periodo entreguerras del siglo XX, ya era clara la inestabilidad para el sistema y el empleo que genera el papel de los especuladores financieros (inversionista profesional) cuya visión está en anticipar cambios en la valuación y la preferencia de los capitales por el corto plazo que terminan generando efectos en el financiamiento de proyectos de largo plazo. Crítica el fetichismo por la liquidez de estos mercados de inversión, aseverando que “las inversiones no pueden ser líquidas para la comunidad como un todo” (p. 142) y llega a afirmar que “la inversión basada en las expectativas auténticas a largo plazo es tan difícil en la actualidad que apenas puede ponerse en práctica (...), la naturaleza humana desea resultados rápidos, hay un deleite particular en hacer dinero pronto, y las ganancias remotas son descontadas por el hombre medio a tasas muy altas” (p.143). Lo conflictivo del desarrollo de las finanzas y las limitaciones a la inversión ya se hacían evidentes y Keynes reconocía con esto que el sector financiero podría sobreponerse a la industria.

Keynes ratifica su preocupación por el carácter especulativo al que denomina “el espectáculo” de los mercados de valores al afirmar que “cuando el desarrollo del capital en un país se convierte en subproducto de las actividades propias de un casino, es probable que el trabajo este mal hecho”. (Keynes, 1963, p.145). Así mismo, llega a proponer ideas para hacer frente al dominio de la especulación sobre la necesidad de permanencia de las inversiones haciendo un símil con el matrimonio, estas deberían ser permanentes e indisoluble de manera que forzaría a los inversionistas a dirigir su atención en las oportunidades de largo plazo. Una medida que plantea para no afectar la inversiones que perderían liquidez es la de no permitir al individuo emplear su riqueza en atesorar o prestar dinero, idea que luego lo va a conectar con la tasa de interés y su idea de la “eutanasia del rentista”.

Para Keynes el rendimiento del capital depende de las expectativas futuras del empresario mientras que la tasa de interés está ligada al tema monetario al depender de las expectativas de los individuos y su preferencia por liquidez, así como de la cantidad de moneda que es determinada por la política monetaria. Estos dos aspectos van a determinar la inversión, variable fundamental en el razonamiento de Keynes puesto que la cantidad de inversión corriente va a determinar el nivel de equilibrio de empleo.

En el capítulo 16 de la Teoría General, Keynes hace algunas observaciones sobre la naturaleza del capital. Para Keynes el ahorro y el deseo de incrementar riqueza no implica por tanto de manera directa mayor inversión y capital e incremento en la producción. El ahorro por sí solo no es capaz de crear interés y ganancias. El capital no es considerado productivo en términos físicos, el rendimiento lo establece como una relación entre el precio de oferta (costo de reposición) del equipo y las anualidades que puedan obtenerse del mismo (ingresos por venta de productos menos gastos) y esto se da en la medida en que la provisión de capital sea escasa puesto que la tasa de interés pone un límite a la inversión (Keynes, pp. 189-190)

Al considerar al capital como un costo adicional en el proceso de producción, concibe que “todo es producido por el trabajo, ayudado por lo que acostumbraba llamarse arte y ahora se llama técnica, por los recursos naturales libres o que cuestan una renta, según su escasez o abundancia, y por los resultados del trabajo pasado, incorporado en los bienes, que también tiene un precio de acuerdo con su escasez o con su abundancia (Keynes, p. 191). En sus reflexiones sobre la tasa de interés y el rendimiento del capital apunta a que bajas tasas de interés significarían la eutanasia del rentista y del poder opresivo del capitalista.

1.2.5 Minsky: el desarrollo del capital en la economía y la inestabilidad financiera

A través de su Hipótesis de Inestabilidad Financiera Hyman Minsky analiza las relaciones del auge de las finanzas con la inestabilidad en la economía. Es importante en Minsky el tratamiento y papel que da a la inversión y su financiamiento. De acuerdo con Wray (2011), el análisis de Minsky logra vincular correctamente los desarrollos de la posguerra con el

“capitalismo financiero” de la preguerra analizado por Rudolf Hilferding, Thorstein Veblen y John Maynard Keynes, y más tarde por John Kenneth Galbraith (p.1).

La Hipótesis de Inestabilidad la plantea sobre dos proposiciones: (i) los mecanismos del mercado capitalista no pueden llevar a un equilibrio estable de precios y de pleno empleo sostenido (ii) los ciclos económicos se deben a atributos financieros que son esenciales para el capitalismo (Minsky, 1986, p. 194). En periodos de prosperidad y de aparente estabilidad las economías capitalistas por su naturaleza financiera tienden hacia la especulación y las finanzas Ponzi. El aporte de Minsky sobre inestabilidad es particularmente importante en el sentido en que reconoce en la dinámica financiera la principal fuente de inestabilidad del sistema capitalista, pero también a partir de la relación de la inversión y el financiamiento logra vincular los aspectos financieros con la economía real.

La idea y la identificación del carácter financiero de la economía capitalista como un sistema complejo de transacciones de entrada-salida de dinero lo llevan a conceptualizarla como “un conjunto de balances y estados de ingresos interrelacionados” (Minsky, 1992, p.2). Los balances incluyen los activos que pueden ser físicos o financieros, mantenidos para generar ingresos o para ser vendidos o comprometidos y las deudas que se utilizan para financiar el control de activos de capital. Un atributo de esta economía es “que la propiedad de los activos generalmente se financia con deudas y las deudas implican compromisos de pago (...) Incluso si una unidad espera recibir suficiente efectivo vendiendo activos de producción o de salida, los compradores de estos productos o activos a menudo tienen que pedir prestado. Los atributos de la economía son los préstamos, la venta de activos y la venta de productos en mercados cuyo funcionamiento normal depende de que los arreglos financieros funcionen bien (Minsky, 1992, p.47).

En la medida en que las deudas se usan para financiar el control de activos de capital cada instrumento financiero es un compromiso de pago en efectivo en algún momento y en el caso de las acciones de capital la empresa debe obtener ganancias y declarar dividendos para que el propietario del patrimonio reciba efectivo (Minsky, 1986, pp. 78-79). Sin embargo, los dividendos no son la única forma en que el accionista puede recibir efectivo, el poseedor de participaciones de capital a través de la bolsa de valores puede convertirla

en efectivo mediante la transferencia del título y a través de estrategias como la recompra de acciones.

En la formulación de su teoría Minsky distingue activos de capital y activos financieros. Sobre los activos financieros los define como compromisos para pagar en efectivo durante un período de tiempo siendo similares a los activos de capital en que la propiedad da derecho a una corriente de efectivo y tienen precios actuales, que son capitalizaciones de los flujos de efectivo futuros según lo establecido en los contratos. El uso de activos de capital en la producción implica la compra de productos básicos y la contratación de mano de obra. En el caso del dinero disponible considera que garantiza que los compromisos de pago para la producción actual y el cumplimiento de los contratos será honrado (p.201).

Para Minsky la inversión es el determinante esencial de la senda de una economía capitalista, las propiedades cíclicas fundamentales de la economía están determinadas por las relaciones entre las ganancias, los precios de los activos de capital, las condiciones del mercado financiero y la inversión (p. 191). Así mismo, en la medida en que los productos de inversión deben ser financiados mientras se producen, la propiedad de (o posiciones en) activos de capital debe ser financiada, como resultado, los términos de financiamiento afectan los precios de los activos de capital, la demanda efectiva de inversión y el precio de oferta de los productos de inversión (Minsky, 1986, p. 191). En cuanto a la demanda de activos de capital la considera determinada por la rentabilidad esperada y en tanto el capital como los activos financieros pueden ser financiados con deuda, Minsky admite la existencia de un elemento especulativo de la extensión del financiamiento dada la disposición de empresarios y banqueros a especular sobre flujos futuros y más en épocas aparentemente estables cuando por las perspectivas de éxito tienden a aceptar mayores dosis de deuda (p. 199).

En los planteamientos de Minsky, los flujos de efectivo se convierten en un elemento fundamental para explicar tanto las ganancias como el precio de activos de capital. Los precios de capital y activos financieros dependen de los flujos descontados de efectivo que se esperan generan y dado que las ganancias de la producción dependen del ritmo de

inversión, será la inversión presente la que determina los flujos de efectivo disponibles para cumplir con contratos financieros pasados (Minsky, 1986, p. 195).

A partir de la importancia de la inversión, el financiamiento y los flujos de efectivo, las finanzas especulativas o de Ponzi son explicadas a través de los flujos de efectivo. Mientras que los flujos recibidos excedan los pagos de efectivo de cada periodo de tiempo, se tendrá un financiamiento de cobertura, pero en el caso en el que el flujo de efectivo contractual durante un periodo de tiempo exceda el flujo de efectivo esperado, la organización está involucrada en una postura especulativa o Ponzi en la cual debe obtener efectivo para satisfacer deudores mediante la venta de activos o nuevos préstamos de manera que se hacen dependientes de las condiciones del mercado financiero. Las unidades que transfieren deuda están involucradas en finanzas especulativas y aquellas que aumentan la deuda para pagar la deuda están involucradas en las finanzas Ponzi (Minsky 1986.p.79)

El valor asignado a la liquidez es vinculado en el análisis al precio de los activos de capital y financieros los cuales dependen de los flujos de efectivo que producirá el activo que a su vez dependen del estado del mercado y la economía pero también de la liquidez incorporada, esto es, que tan fácil es su conversión en dinero. Las dinámicas de carácter especulativo generan un aumento en la demanda y valor de activos conduciendo a la generación de ganancias de capital y en un sistema en que toman fuerza las ganancias de capital, según Minsky es el entorno favorable para la participación de finanzas tipo Ponzi.

Un aspecto sobre el financiamiento que en la presentación de su análisis teórico extrae Minsky es la importancia del financiamiento interno de una empresa. A partir de los efectos que genera la tasa de interés sobre la inversión y el valor de los activos de capital, cuando se han usado fondos internos no aumenta los costos de desembolsos de manera que no es necesario volver a calcular el valor presente a medida que hay movimiento en las tasas de interés de mercado. En este sentido lo que analiza Minsky es que el financiamiento externo y las tasas de interés pueden convertir un proyecto inicialmente viable en uno de carácter inviable. El auge de inversiones con financiamiento externo es el que conduce a un aumento de la fragilidad de la economía (pp. 241-242). La importancia del financiamiento interno también ha sido planteada en la literatura económica para el caso

particular de las inversiones relacionadas con I&D e innovación que se discutirá en apartados siguientes.

1.2.6 Finanzas y la perspectiva de la profundización financiera

Desde la perspectiva de eficiencia de mercado, bajo unos precios que equilibran oferta y demanda, las empresas pueden acceder y remunerar factores productivos que requieren y generar la producción que al ser vendida maximiza sus ganancias. El sector financiero se considera cumple una función como facilitador de los fondos que las empresas necesiten. Se espera que los mercados financieros estimulen el crecimiento económico, un mercado financiero desarrollado se supone permitirá asignar el capital de manera eficiente. De acuerdo con Fama (1970) un mercado eficiente es aquel en el que los precios de los valores reflejan plenamente toda la información disponible de manera que los precios proporcionen señales precisas para la asignación de recursos, en el que las empresas puedan tomar decisiones de producción e inversión y los inversores puedan elegir los valores que representan la propiedad de las actividades de las empresas (Fama, 1970, p.383)

En este marco, las decisiones de inversión de las empresas se consideran independientes de su estructura financiera (Modigliani y Miller, 1958), y los mercados de capital en los que operan también perfectamente competitivos, de manera que el acceso a los mercados de capital está abierto para cualquier empresa y no es relevante diferenciar entre el uso de fondos externos o internos. El valor de la empresa viene determinado por la capacidad de sus activos para generar renta y no por los títulos que emite para financiar sus inversiones. La teoría de Modigliani y Miller (1958) implica que se cumpla la hipótesis de eficiencia de mercados, supone así mismo que la función de utilidad de las ganancias antes de intereses e impuestos es la misma para todos los inversores y se mantiene en el tiempo. La irrelevancia de la estructura del capital en el valor de la empresa se asume en ausencia de imperfecciones de mercado, sin embargo, en la medida en que dichas imperfecciones existan, la estructura de capital va a afectar tanto el valor de la empresa como el costo del capital social.

Sobre el financiamiento de la inversión se considera que está determinada por el costo del capital. Bajo la visión de la firma típica que opera en un ambiente competitivo y busca maximizar su ganancia, el costo del capital es un concepto relevante que va a determinar la inversión puesto que la decisión de la cantidad de capital se va a tomar comparando el beneficio y el costo de una unidad de capital. La tasa de ganancia va a estar dada por los ingresos reales del capital menos el costo real del capital, éste último determinado por la tasa de interés y la tasa de depreciación del mismo. Una de las principales críticas a la teoría neoclásica de la inversión tiene que ver con el supuesto que asume del capital como un factor de producción homogéneo para el cuál es posible determinar su precio cuando en la economía se tienen bienes de capital heterogéneos y la determinación de un nivel óptimo de capital.

De otra parte, respecto a la eficiencia del mercado de capitales se asume que estos requieren de liquidez (la iliquidez representa costos de transacción), amplitud, esto es, que permitan la interacción de gran número de actores sin restricciones y la profundidad (Ulgen, 2019). Esta última característica lleva al concepto de profundización financiera que se define como la expansión de productos diversificados, funciones y servicios financieros.

Es numerosa la literatura sobre el nexo entre finanzas y crecimiento económico. Las reflexiones originales sobre este vínculo refieren a los trabajos de Goldsmith (1969), McKinnon (1973) y Shaw (1973). Goldsmith (1969) recopiló datos sobre 35 países durante el período de 1860 a 1963, supuso que el tamaño del sector de intermediarios financieros se correlaciona positivamente con la calidad de las funciones financieras proporcionadas por el sector financiero, así documentó una correlación positiva entre el desarrollo financiero y el nivel de actividad económica. McKinnon (1973) también interpreta la evidencia que surge de sus estudios de casos de países sugiriendo que un mejor funcionamiento sistemas financieros apoyan un crecimiento económico más rápido (Levine, 2005). De esto se deriva la idea que país que favorezca el desarrollo financiero tendría mayores tasas de crecimiento. También McKinnon y Shaw creían que la liberalización financiera aumentaría las remuneraciones de los ahorros del sector privado nacional y también brindaría más oportunidades para dispersar las tenencias de activos financieros nacionales a la vez que en el contexto de la liberalización, las instituciones financieras, dada la competencia, crearían activamente nuevos servicios financieros y productos financieros (Arestis & Sawyer, 2005). Levine (2001), encuentra que la

liberalización mejora el funcionamiento del mercado financiero y acelera el crecimiento económico en la medida en que los flujos internacionales tienden a mejorar la liquidez del mercado de valores y al permitir una mayor presencia de bancos extranjeros tiende a mejorar la eficiencia del sistema bancario.

En consecuencia, mercados amplios, con mayor competencia y abiertos fomentarán el crecimiento. Así, la liberalización e integración financiera internacional fue considerada necesaria para el crecimiento económico y fue acompañada de procesos de desregulación de manera que se facilitará el libre flujo de capitales con la idea que los mercados liberalizados podrían autorregularse en caso de desequilibrios que conduzcan a un equilibrio óptimo sin mecanismos regulatorios prudenciales y e intervención gubernamental.

Klein y Olivei (1999) sostienen que la liberalización de la cuenta de capital puede acelerar el crecimiento económico mediante el desarrollo financiero y la intensificación de la competencia, así como la importación de servicios financieros eficientes del exterior, no obstante, reconocen que los resultados son impulsados por los países desarrollados de la muestra y observan el fracaso de la liberalización de la cuenta de capital para promover la profundidad financiera entre los países en desarrollo. Al respecto, Eichengreen (2001) atribuye el que la liberalización de la cuenta de capital pueda ser contraproducente a las distorsiones relacionadas con las políticas y antes de que los mercados, las instituciones y la capacidad administrativa se hayan desarrollado como para generar confianza en que el financiamiento externo se canalizará en direcciones productivas, mientras que Fry (1997) identifica algunos prerrequisitos para el éxito de la liberalización financiera tales como la efectiva supervisión de bancos comerciales, la estabilidad de precios, disciplina fiscal, competencia entre bancos comerciales y un sistema tributario no discriminatorio para intermediarios financieros. Sin embargo, las últimas décadas han mostrado que la desregulación, liberalización de mercados financieros y profundización financiera ha generado implicaciones y problemas de diversa índole, que como se ha comentado antes, son analizados desde la perspectiva de la financiarización.

1.2.7 El capital financiero y el financiamiento empresarial

Sobre la anterior revisión es preciso notar que desde las diferentes perspectivas teóricas y pese a los enfoques particulares o marcos analíticos usados para vincular en el análisis económico los aspectos financieros, lo que se encuentra, reafirmando la naturaleza de un sistema capitalista, es que tanto la acumulación como generación de valor y excedentes en la economía pasa inevitablemente a través de la actividad productiva.

Como lo establece Lapavitsas (2016), el objeto comercial de las finanzas es el capital dinerario prestable y el proceso de crédito e inversión productiva son esenciales para la creación de empleo y crecimiento económico. Para Dumenil y Levy (2009b) el crédito contribuye a la aceleración de la rotación del capital, en el sentido de la velocidad a la que se recorre el ciclo y por tanto, aceleración del proceso de producción en general. El capital de préstamo se traduce en la llegada de dinero líquido al activo del balance pero este dinero no sobrevive como tal, pues entra al ciclo del capital, financiando la compra de materias primas, el pago de salarios, o la compra de elementos de capital fijo (Dumenil & Levy, 2009b, pp.214-230).

Como se indicó antes, desde la perspectiva marxista, la idea del capital que en su ciclo se traduce en una suma de dinero inicial y una final $D-D'$ de manera que D' es mayor que D , movimiento que esta mediado por el capital industrial o la vinculación de estas sumas de dinero en la actividad productiva empresarial. Al respecto, el paso de $D-D'$ sin que medie su participación en la actividad productiva es denominado el ciclo corto del capital o la idea de dinero que genera dinero. En el ciclo largo del capital definido como $D-M-P-M'-D'$, el dinero se convierte en mercancías en el acto de circulación $D-M$ y en segunda fase recorre el proceso de producción P , que da como resultado una mercancía de valor superior al de los elementos que la producen, mercancías que se convierten nuevamente en dinero en el acto de circulación (Marx, tomo II del capital). Como lo indica Chesnais (2017) "hoy día, no sólo el "ciclo corto $D-D'$ " ocupa el centro de atención, sino que el éxito de los gestores financieros depende de exitosas operaciones de especulación para poder pasar su cartera de D a D' en tanto se incrementa el flujo de dividendos y de intereses (Chesnais, 2017).

Dumenil & Levy (2009b) al hacer referencia al carácter ficticio del capital de financiamiento consideran que el ciclo del capital está en el lado del activo del balance mientras que el

carácter ficticio remite la aparición de un duplicado del capital, esto es, refiriéndose a la circulación de los títulos relacionados con las acciones y obligaciones de la empresa. El capital del lado del activo que se considera dentro de la información financiera representa la inversión, sin embargo, desde la perspectiva de la empresa individual no necesariamente el total de activos hace parte del ciclo completo del capital. Si parte de este capital no se vincula a la actividad productiva sino a otras inversiones como las financieras, es capital de financiamiento que tiene un duplicado que circula como capital ficticio pero que al ser tomado por la empresa y convertido en otros títulos sigue circulando como capital prestable generador de interés.

Siguiendo con Dumenil y Levy (2009) “no hay capital financiero y capital industrial o comercial, es decir no financiero. La pertinencia de la distinción financiero/no financiero sobrevive en sociedades de menor envergadura, frecuentemente de capitalistas patrones de empresas que además de la competencia de los grandes, deben hacer frente al sector financiero” (p.154). A pesar de la distinción realizada por Marx entre una esfera de las finanzas y la del capital de producción, Marx precisa que hay solo un capital bajo dos formas, una financiera y la otra industrial entre las que se reparte la ganancia nacida del trabajo productivo (Brunhoff, 2009, p. 46).

Para Minsky, los compromisos y prácticas financieras están vinculados a la propiedad de activos de capital y producción de inversiones, razón por la cual las perspectivas de los activos financieros en una economía no pueden ser mejores que las perspectivas subyacentes de los rendimientos que se esperan de los activos de capital usados en la producción de ingresos (Minsky p.233).

Las dificultades para diferenciar un capital industrial separado del capital financiero son notorias en el capitalismo financiarizado puesto que las características propias del sector financiero están siendo también acompañadas por la forma de organización empresarial y de grupos económicos y el modo en que gestionan sus finanzas las corporaciones catalogadas como no financieras.

Las discusiones sobre finanzas y el capital financiero permiten hacer una aproximación a las discusiones teóricas y trabajos empíricos que consideran que se ha dado un incremento en los portafolios de inversión de las empresas no financieras de activos financieros que han generado una transformación en las rentas empresariales que presentan un componente mayor de rentas financieras y que han generado un trade-off con los recursos destinados a inversión de activos de capital vinculados a la producción.

La diferenciación entre activos de capital y activos financieros como rasgo de financiarización corporativa, genera algunos interrogantes que tienen que ver con los rasgos que definen la noción de activo financiero y si cualquier categoría de activo financiero al interior de las empresas se corresponde con una asignación de recursos que implica un deterioro de la inversión, es decir, si la naturaleza de activo financiero implica su no vinculados a la producción.

Esto se revisa en el siguiente capítulo donde se hace una aproximación a la literatura sobre financiarización y la forma como se manifiesta en el ámbito de las grandes empresas.

2. La financiarización y sus manifestaciones a nivel corporativo

Además, del creciente crecimiento del sector financiero y su participación en los beneficios totales, una forma en que la tendencia actual de las finanzas podría estar afectando a la economía real es a través de la financiarización de las sociedades no financieras. Las nominaciones de “financiarización empresarial”, “empresa financiarizada” o financiarización de corporaciones no financieras –FCNF-, responde a una serie de relaciones que se establecen en torno a la manera como se instrumentan en el plano empresarial las transformaciones del capitalismo actual. Las aproximaciones incluyen preocupaciones sobre cómo diferentes actores, llámense accionistas, gestores, sector financiero, prestamistas, interactúan en el contexto empresarial; la manera como las empresas realizan asignación de recursos a inversión, así como las tendencias y los patrones de extracción de ganancia; y cómo estas interacciones y comportamientos desde lo microeconómico generan efectos sobre el agregado de la economía en un régimen de acumulación dominado por las finanzas.

Se concibe que producto de la preeminencia que cobra el sector financiero en el desenvolvimiento de la economía se presenta una tendencia de gobierno corporativo de las grandes empresas, caracterizado por el reconocimiento del principio de generación de valor para el accionista y la alineación de intereses entre gerencia e inversionistas. Tal como lo plantea Boyer (2010) “esta nueva alianza por lo tanto trae un cambio en la jerarquía de las formas institucionales y, al menos potencialmente, hace posible un verdadero régimen de acumulación” (p.232). La preeminencia de generación de valor para el accionista es acompañada y reforzada por la aparición de los inversionistas institucionales tales como los fondos de pensiones y fondos de cobertura, que como se expuso antes, se convierten en actores relevantes en los mercados financieros después de la década del 80. Se considera que estos inversionistas tienen mayor interés en los rendimientos de corto antes que de largo plazo. Esta aproximación admite que las decisiones que son tomadas en el ámbito microeconómico por las empresas pueden tener efectos decisivos a nivel agregado en el crecimiento económico y en las condiciones de desigualdad.

Serfati (2011), quien presta especial atención a la FCNF (en específico transnacionales), plantea una perspectiva teórica en la que propone tener en cuenta en el análisis de este tipo de sociedades, de acuerdo con su naturaleza, que constituyen una categoría propia, basada en una centralización de activos financieros y estructuradas como grupos, son un lugar para la valorización global del capital, donde la valorización productiva y financiera están estrechamente entrelazadas (2011, p. 1). Plantea que las empresas transnacionales pueden definirse como grupos financieros con actividades industriales. Esto es, que no se trata simplemente de la tradicional relación industria y finanzas, sino que la noción de capital financiero abarca a las empresas industriales que realizan transacciones financieras. Entiende así el capital financiero de una forma más amplia a la noción establecida por Hilferding, que adquiere una doble dimensión, un sector institucional cuyo negocio se basa en la actividad financiera y también un proceso funcional a través del cual el dinero se convierte en capital (dinero genera dinero), proceso que no se limita a las instituciones financieras sino que incluye a los grupos industriales a través de la tenencia de activos financieros generadores de rentas, componentes del capital financiero (2008, p.40).

Los planteamientos poskeynesianos reconocen los efectos negativos sobre la inversión del boom de las finanzas en el periodo de la financiarización. Para Crotty (2003) los mercados financieros exigen que las CNF generen ganancias crecientes y proporciones de pago cada vez mayores para los agentes financieros, situación que termina afectando la inversión de largo plazo que requiere de capital paciente.

Sobre la caída de la inversión, se tiende a explicar desde el comportamiento empresarial en su interacción con los mercados financieros. Por ejemplo, desde una perspectiva macroeconómica poskeynesiana, Hein y Van Treeck (2008), sobre las implicaciones de la financiarización a nivel de firmas, subrayan algunos de los efectos negativos de desplazamiento que ésta genera sobre la inversión y la distribución en los siguientes términos:

El aumento del poder de los accionistas va a subordinar la preferencia de las gerencias y los trabajadores por la acumulación de la empresa (a largo plazo) a la preferencia de los accionistas por la rentabilidad (a corto plazo).

Los auges de precios de los activos financieros se asocian con la orientación del valor para el accionista de las empresas.

La distribución del ingreso puede verse afectada debido a cambios en las relaciones de poder entre accionistas, gerentes y trabajadores. Los efectos de distribución se reflejarán sobre la inversión y el consumo (p.2).

Así mismo, a partir de la teoría de la inversión poskeynesiana y la literatura sobre gobierno corporativo, Stockhammer (2004) establece la discusión sobre el comportamiento de la inversión, argumenta que la financiarización conduce a una desaceleración en la acumulación (Stockhammer 2004, p. 722).

Desde otras perspectivas, se establece una conexión entre la financiarización y las transformaciones en los sistemas de producción dados los procesos de deslocalización y tercerización en el marco de la globalización y libre movilidad de capitales. Estos aspectos de la forma como se aproxima el entendimiento de la financiarización en el ámbito de las grandes corporaciones se exploran en los siguientes apartes.

2.1 La gobernanza corporativa y la preeminencia de la ideología de maximización de valor para el accionista.

Como se ha indicado antes, los análisis sobre financiarización en el ámbito corporativo hacen especial crítica al principio de generación de valor para el accionista que se encuentra en el dominio de la teoría de la agencia, la cual se ha instaurado como marco convencional para la comprensión y gestión de la empresa. El énfasis de la teoría de la agencia que demarca la tensión existente entre accionistas dispersos en sociedades caracterizadas por la separación de la propiedad y la gestión ha proporcionado los fundamentos que justifican el priorizar a los accionistas por encima de los demás interesados en la empresa.

El discurso sobre gestión y gobierno corporativo convencional encarna los fundamentos de la teoría de la agencia que centra sus explicaciones alrededor del contrato entre principal-agente. El origen de la teoría de la agencia en su explicación de la relación agente y principal, se encuentra atado al surgimiento y expansión de las grandes empresas por acciones. Alfred Chandler (1977), describe el papel de las empresas de ferrocarriles como

aquellas que empezaron a idear estructuras organizacionales y procesos contables centrales de la operación de la firma moderna y también la banca de inversión moderna, considerando los altos requerimientos de capital necesario para el desarrollo de este tipo de obras de infraestructura, financiadas usando canales financieros en gran parte de bonos de deuda y emisiones, lo que conllevó a los orígenes de la separación de la propiedad y el control empresarial. Separación que fue adquiriendo características particulares de acuerdo con la evolución y consolidación de las grandes firmas industriales (integradas vertical y horizontalmente). “La separación entre la propiedad y el control, la transformación de los propietarios capitalistas en accionistas y el surgimiento de empresas gigantes dirigidas de forma impersonal han sido fundamentales para la transformación del capitalismo a lo largo del siglo XX” (Lapavitsas, 2016, p.85).

Esta separación de la propiedad y el control en la evolución empresarial es explicada por Jensen y Meckling (1976) como un contrato bajo el cual una o más personas [el (los) director (es))] contrata a otra persona (el agente) para realizar algún servicio en su nombre, que implica la delegación de alguna autoridad para tomar decisiones. Si ambas partes de la relación son maximizadores de utilidad, existe razón para creer que el agente no siempre actuará en los mejores intereses del principal, presentándose situaciones de información asimétrica, riesgo moral y comportamiento oportunista del agente. El principal puede limitar las divergencias de su interés al establecer incentivos apropiados para el agente e incurriendo en costos de monitoreo (Jensen & Meckling, 1976, p.4). Siendo así, para la teoría de la agencia una preocupación es el contrato entre agente-principal y aquellos mecanismos de contratación que pueden aliviar el problema de agencia y lograr que los intereses de accionistas y gerentes se puedan alinear.

Bajo la concepción de reclamante residual como el que asume el mayor riesgo de los resultados empresariales y producto de las transformaciones que se dieron en el ámbito económico a partir de la década del 80, en la teoría de la agencia la idea de maximización de valor para el accionista se hace dominante. La característica fundamental es la de poner al accionista y la generación de resultados para éste en el centro de la actuación corporativa como la forma de alinear los incentivos agente-principal a la vez que se establecen remuneraciones basadas en el desempeño para gerentes.

Heilbron, Verheul y Quak (2013) sobre los orígenes de la gestión orientada hacia el valor para el accionista, encuentran solo algún número de incidencias en el uso de esta noción en los años sesenta y setenta, aumentando el uso público desde 1980 y convirtiéndose en la palabra clave para una nueva forma de administrar las firmas. “El valor del accionista ya no se definía simplemente en términos de dividendo, como lo había sido antes, sino que se concebía como el valor de mercado real y potencial de las empresas” (p. 18).

El aumento de poder de los accionistas y la tendencia a la eliminación de la tensión existente en favor de los inversionistas bajo la instauración de la lógica de generación de valor para el accionista como medida del desempeño empresarial es ampliamente discutida al igual que sus implicaciones en un contexto caracterizado por las lógicas financieras y de alta desregulación.

Uno de los temas en esta discusión tiene que ver con las características de los nuevos inversores y la influencia que ejercen sobre la gestión empresarial al esperar resultados en el corto plazo que llevan a los gerentes a adoptar estrategias empresariales que les permitan responder a las demandas de los mismos. A cambio, se desarrolla una serie de incentivos sobre la gestión realizada por los agentes en favor del principal. En este sentido, ha cobrado especial interés los cuestionamientos sobre la compensación de los altos ejecutivos (CEO) así como las formas en que ésta se da.

La perspectiva de generación de valor en el corto plazo también se relaciona con el desarrollo de una serie de indicadores para medir el desempeño empresarial que pueden ser contrarios a una perspectiva de largo plazo al generar alteraciones en la gestión corporativa para responder por este tipo de resultados.

2.1.1 Gobernanza corporativa y los nuevos inversores institucionales

Se considera que la expansión de inversores institucionales tiene efectos sobre la gestión empresarial dada una mayor capacidad de participación de estos accionistas en el gobierno corporativo. Las dificultades que en sus orígenes establece la teoría de la agencia

sobre la capacidad de los gerentes de ejercer poder sobre las compañías e información asimétrica para los accionistas, se contraponen con lo que se denomina el “activismo de los inversionistas” y el papel de los mercados financieros que se convierten en mecanismos de disciplinamiento para los gestores.

Sobre esto, aunque se presentan fuertes discusiones, se tiende a aceptar que el “activismo de los fondos de cobertura alienta el accionariado (...). Los fondos de cobertura, activistas o no, consideran que la empresa existe para el beneficio de sus accionistas o demandantes residuales y miden el desempeño corporativo en términos de valor generado para estos. Es a través de la institucionalización de los planes de opciones de acciones ejecutivas, que los gerentes ejecutivos han sido alineados o cooptados para respaldar este dictado dominado por los accionistas” (Schneider, 2015).

De acuerdo con Heilbron, Verheul y Quak (2013), la lucha entre las elites gerenciales y los accionistas activistas se resolvió a favor de estos últimos como resultado de la colectivización de la propiedad accionaria, los inversionistas institucionales habían acumulado más poder potencial que los inversionistas individuales dispersos. La rivalidad entre los tomadores de empresas y los fondos públicos de pensiones sobre los beneficios de las adquisiciones hostiles condujo a la fundación del Consejo de Inversores Institucionales (1985), la cual adoptó la visión del valor para el accionista de la empresa e inauguró una postura activista respecto a la gestión de empresas”(p. 18). Sobre el poder de los gerentes, se considera que “la financiarización aplicada al ámbito corporativo se anuncia a sí misma como una restricción de los privilegios de la gerencia ejecutiva (...) La propuesta básica es que la disciplina ejercida por la movilidad del capital y las amenazas de adquisición asegura una asignación superior de los recursos que deberían aumentar la riqueza de los propietarios” (Driver and Temple, 2012, p. 120).

En una perspectiva positiva sobre la presencia de inversores institucionales se argumenta que estos constituyen un medio de financiamiento de la actividad económica. De otro lado, también se atribuye que el aumento de este tipo de inversores genera efectos adversos para el crecimiento económico. La dimensión de estos fondos de inversión, plantea diferentes cuestiones en su relación con el desenvolvimiento empresarial. En el caso de algunos países como Estados Unidos, por ejemplo, se estima que más del 60% de las acciones listadas en bolsa corresponde a inversores institucionales. Así mismo, algunos

autores conciben que se ha reorganizado a escala mundial el ahorro y las pensiones de los hogares, transformándolos en capital con capacidad de valorizarse en la esfera financiera e imponer nuevos criterios de gestión en las empresas (Jacot y Le Duigou, 2001). También que la inversión a través de grandes fondos de inversión o fondos de pensiones conduce a altos precios de acciones y fuerza a empresas a realizar altas ganancias (Bortis, 2010), o que este tipo de inversores han terminado por imponer lo que se denomina el capitalismo trimestral que está afectando sustancialmente la capacidad de las empresas para invertir e innovar a largo plazo. Para algunos autores, este tipo de accionistas permitió la transformación del capitalismo gerencial, "entendido como una unidad integrada dedicada al crecimiento a largo plazo" (Tabb 2010, p.153), hacia el capitalismo financiero.

La preocupación por el corto plazo es atribuida principalmente a la capacidad de los inversionistas institucionales de presionar a los ejecutivos a efectos de llevar a cabo estrategias miopes que pueden no agregar valor. Algunos estudios sobre el comportamiento de corto plazo de este tipo de inversores encuentran que muchos fondos administrados activamente entregan carteras de capital anualmente, los fondos de cobertura pretenden realizar sus inversiones en menos de dos años, y muchos de los fondos de inversión tienen objetivos de ganancias trimestrales (Stout, 2012, p. 67).

Las discusiones tienen que ver con las características de estos nuevos inversores y la manera en que hacen que se promueva el corto plazo, afectando la inversión a largo plazo, la cual es necesaria para ampliar capacidades productivas y de innovación de las empresas (Lipton, 2015; Tabb, 2010; Archer, 2011; He & Tian, 2013). Perspectivas opuestas presentan argumentos sobre efectos positivos en el sistema económico. Se plantea que la influencia de los inversores institucionales en la gestión empresarial termina por mejorar el rendimiento de la empresa y el gobierno de la misma. En una estructura de propiedad caracterizada por cantidad de pequeños accionistas, ésta se torna difusa y no habría ningún incentivo a soportar los costos asociados al monitoreo (Roe, 1990).

Huang y Zhang (2015), al examinar cómo negocian los inversores institucionales en los anuncios de recompra de mercado que realizan las firmas norteamericanas entre 1985 -

2008, encuentran que “las instituciones venden después de anuncios de recompra de acciones, pero la magnitud de la venta total institucional es pequeña, representa el 27% de las acciones que las empresas compran. Por lo tanto, la propiedad institucional aumenta luego de la recompra de la empresa” (p. 28).

Aunque se sostiene que los actores institucionales generan cambios en las estructuras de gobierno corporativo para generar ciertas respuestas favorables a los intereses de rentabilidad, también se establecen relaciones de doble vía por cuanto también “la propiedad institucional cambiará en respuesta a las acciones del gobierno y los cambios en el entorno regulatorio” (Gillan, y Starks, 2003, p. 38), y es precisamente el entorno de alta desregulación financiera que se promovió a nivel mundial la que ha posibilitado la libre movilidad de capitales y la expansión de este tipo de actores en el sector financiero internacional.

Trabajos empíricos sobre la relación entre recompras e inversores institucionales, encuentran que los “inversores institucionales alientan a la administración a aumentar las recompras para explotar sus ventajas informativas sobre los inversores menos informados sobre el verdadero valor de la empresa en un intento de aumentar su rentabilidad a expensas de otros accionistas menos informados” (Scott, 2014, p-39). Bushee (2001) examina si los inversores institucionales exhiben preferencias por las ganancias de corto plazo frente al valor de largo plazo, encontrando que el nivel de propiedad de instituciones con inversiones transitorias es asociado con las ganancias esperadas de corto plazo.

Sobre la perspectiva que los inversores institucionales exacerbaban la miopía gerencial, por ejemplo Wahal y McConnell (2000) a través de un trabajo empírico no encuentran que estos causen que los gerentes corporativos se comporten miopemente. Así mismo, desde otras miradas “los inversores institucionales intermediarios son vehículos muy eficaces para la intermediación financiera y la asunción de riesgos. Su efectividad se deriva en parte de la especialización que también da lugar a lo que hemos llamado los costos de agencia” (Gilson and Gordon, 2013, p.16). Sin embargo, hay otra serie de complejidades detrás de las actuaciones de este tipo de inversores que movilizan altos volúmenes de capital. Lo que se ha observado es que el rol de estos fondos de inversión pasa por la compra de la totalidad de la propiedad de empresas no financieras y la gestión directa de las mismas con la finalidad a corto o medio plazo de aumentar el valor de mercado de las mismas,

para, en última instancia, volver a vender y ejecutar plusvalías financieras (Mallaby, 2011, citado en Ruesga, 2012, p. 73). Esta misma postura es adoptada por Wenstein (2015) para quien algunos de estos nuevos agentes financieros se están convirtiendo en verdaderos actores de la industria por sus acciones, directamente involucradas en las operaciones de reestructuración que lo llevan a afirmar “que existe una interpenetración entre el campo industrial y el campo de las finanzas” (p.15)

Para Hein, et al (2015):

“(…) a diferencia de los bancos, los inversores institucionales no proporcionan financiación a largo plazo a la empresa y, por lo tanto, están menos interesados en sus perspectivas a largo plazo. Sus objetivos están más bien vinculados con el desempeño financiero a corto plazo de la empresa, y el salario de los gerentes a menudo está vinculado con el desempeño financiero de la compañía, con otros objetivos que se subordinan. Finalmente, el control por parte de la bolsa de valores establece una forma de gobierno que conduce a olas de reestructuración corporativa a través de fusiones y adquisiciones.” (Hein, et.al, 2015, p. 13).

La función del sector financiero como proveedor de recursos para facilitar la actividad productiva producto de la preeminencia y aparición de esta nueva serie de actores que concentran importantes volúmenes de capital, se ha transformado ahora en un papel donde es un generador y determinante de resultados para el capital que se traduce en efectos sobre el desenvolvimiento general del sistema económico y social. Para Ruesga (2012) “Los fondos privados de pensiones creados a través de las rentas de trabajo han tenido una paradójica relación con los asalariados dado que su participación cada vez más activa en empresas no financieras se ha traducido en una reducción del poder de negociación del trabajo con respecto al capital, y en una reducción general de la masa salarial relacionada con las estrategias cortoplacistas que se han instaurado en las empresas” (Ruesga, 2012, p. 82).

2.1.2 Generación de valor para el accionista y la compensación de ejecutivos (Chief executive officer -CEO)

Otro tema controversial tiene que ver con las tendencias que se identifican en la compensación de los directores ejecutivos (Chief executive officer -CEO) como la forma

en que los intereses de los agentes- propietarios se alinean. La remuneración de ejecutivos ha consistido en la ampliación de la compensación a través de participaciones de capital especialmente con el ejercicio de opciones sobre acciones, situación que en la literatura se ha venido discutiendo sobre la idea de permitir a los ejecutivos el acceso a la propiedad como una forma de alinear los intereses de los gerentes y los propietarios.

Algunas estimaciones sobre el comportamiento promedio de la compensación recibida por los CEO determinan que mientras “en 1970 el CEO promedio del S&P500 ganaba aproximadamente 30 veces el salario de un trabajador promedio, en 2002, este había aumentado a casi 90 veces las ganancias de un trabajador promedio en términos de compensación en efectivo (salario y bonificación), y excedía 360 veces las ganancias de un trabajador promedio en términos de compensación total del CEO (compensación en efectivo, más el valor a la fecha de las concesiones de opciones sobre acciones)”(Hall & Murphy 2003, p.25). En los cálculos de Bognanno (2010), “la compensación media ajustada por la inflación total de los CEO en los Estados Unidos casi se triplicó entre 1992 y 2000 y las concesiones de opciones sobre acciones evolucionaron para convertirse en el mayor componente de compensación” (p.1)

La remuneración de ejecutivos por lo general contiene algunas formas de compensación tales como salario, bonificaciones anuales, planes de incentivos de largo plazo (LTIP-siglas en inglés), subvenciones de acciones y opciones, también es común que tengan subvenciones por planes de pensiones diseñados para estos y pagos por despidos a la salida. La característica en las remuneraciones de ejecutivos en Estados Unidos ha sido la de tener una baja proporción de salario básico y una serie de beneficios adicionales atados a planes de compensación.

Sobre la compensación de ejecutivos, las discusiones teóricas y académicas se dan en diversos sentidos, si los pagos y su dimensión pueden ser justificados económicamente frente a los altos diferenciales con remuneraciones de empleados promedio, o son producto del poder e influencia de los CEO en el proceso de determinación de sus salarios. También, si esto crea los incentivos adecuados o por el contrario termina siendo contraproducente (Luetge, 2016). Desde quienes ven de manera positiva la remuneración de ejecutivos a través de darles opciones sobre acciones, esto es, darles participación en la propiedad de la compañía, se considera que permite alinear los incentivos de los mismos

y buscar con firmeza altos rendimientos. Así mismo, se plantea la idea de que si los CEO son bien remunerados aumentarían el esfuerzo para mantener adecuados niveles de desempeño empresarial. De otra parte, bajo el supuesto de existencia de un mercado de talento ejecutivo competitivo con habilidades de dirección, se considera que habrá quienes quieran acceder a estos cargos si son atractivos por sus importantes niveles de remuneración en competencia con quienes ocupan tales posiciones.

Aunque se ve la compensación basada en acciones como un incentivo para comprometer al personal ejecutivo con el desempeño empresarial, existe el riesgo de estrategias financieras para el manejo de ingresos y gestión de resultados. Dentro de la evidencia empírica se encuentra que existe una relación positiva entre los altos incentivos de compensación y el uso de métodos para manipular ganancias reportadas para evitar sanciones punitivas (Carpenter and Yermack, 1999). Sobre este comportamiento miope en función del corto plazo y del mercado, la creciente importancia del poder de los accionistas y de los precios de las acciones de empresas cotizadas en bolsa y la presión al interior de estas por la gestión de precios, varios académicos y analistas conceptúan que esta tendencia lleva a la empresa a alejarse de la preocupación de la maximización de crecimiento, sobreponiéndose la maximización de beneficios independiente de si proceden de la actividad productiva o de la valorización de activos en la esfera financiera (Orhanganzi, 2008; He & Tian, 2013; Hein, et.al, 2015).

En relación con la financiarización de las grandes empresas, la compensación de CEOs es asociada con el creciente uso de estrategias de recompra de acciones. Se identifican dos maneras bajo las cuales la forma de compensación de ejecutivos podría estar relacionada con el aumento de estas prácticas de recompra. En primer lugar, los ejecutivos al ser beneficiados con compensaciones representadas en títulos de participación en la propiedad de la compañía, pueden motivar los procesos de recompra para aprovechar el aumento del precio de acciones y dada la información privilegiada que poseen realizar venta de las acciones que mantienen. En segundo lugar, los planes de compensación limitados a su desempeño que por lo general es evaluado a través de indicadores como ganancias por acción o retorno sobre capital puede motivar a los gerentes a fomentar las decisiones de recompra de acciones, esto es, retirar acciones de circulación por parte de

la compañía como mecanismo artificial que mejora indicadores como ganancias por acción e incrementa el precio de la acción en el mercado y por tanto mejora las compensaciones recibidas por desempeño.

En la perspectiva de creación de valor para el accionista, el mercado termina siendo el punto de referencia para el inversor al momento de evaluar los retornos de su inversión, por lo tanto, las empresas deben lograr generar unos retornos por encima del promedio del mercado para demostrar que están generando valor para el accionista. Sobre el particular, la cuestión tiene que ver con qué tipo de valor es el que indica como referencia el mercado.

Con esta orientación, en las evaluaciones del desempeño empresarial entran en juego una serie de indicadores que dentro de la lógica financiera se han popularizado e instaurado, tal es el caso del EVA (economic value added), que al estar enfocado en el corto plazo, se considera entra en contradicción con la visión de largo plazo. El EVA cumple una doble función. La primera es operacional: el EVA es establecido como criterio de gestión para los gerentes, los cuales deben buscar maximizarlo en cada ejercicio. La segunda es informacional: el EVA es considerado como el criterio más pertinente de previsión de los precios en bolsa. De esta manera es útil en materia de selección de portafolio. El EVA ayuda a los gerentes a actuar obrando por el interés de los accionistas y a los accionistas a invertir (Aglietta & Rebérioux, 2004).

Las expectativas de rendimiento con fundamento en el EVA se dan en el año en curso o por lo general, se espera que éste presente cambios positivos de año en año. Esta situación se considera puede terminar sacrificando la competitividad en el largo plazo. Otro tipo de medidas indicativas del desempeño empresarial son por ejemplo el retorno sobre activos (ROA) y las ganancias por acción (EPS siglas en ingles), que como indicadores determinantes de rentabilidad de la inversión, llevan el riesgo implícito de actuaciones para mostrar mejores desempeños tales como recompra de acciones, o reducción de cierto tipo de gastos como los asociados a I&D con el fin de mantener un buen margen trimestral que al ser indicativo de rendimientos para el accionista, se convierte en factor de valoración de mercado de las firmas. También es común el indicador financiero share price value (valor de la acción), asociado a las ganancias por acción como una métrica para medir el desempeño de la gestión. Este indicador es de importancia para los analistas de inversión

al estructurar portafolios de inversión en acciones, igualmente, el rendimiento generado por el capital invertido representado por el indicador de retorno sobre capital (ROE).

Otro aspecto relevante en la dinámica de los mercados financieros es, por ejemplo, el acercamiento al valor de empresarial a través de medidas como capitalización bursátil para empresas que se cotizan en bolsa, valor que se determina multiplicando el precio de la acción por el número total de acciones en circulación; o el valor intrínseco, como el valor descontado de los beneficios futuros que se esperan del negocio existente, un enfoque usado para evaluar el atractivo potencial relativo de las inversiones y las empresas. El mercado es el punto de referencia que toma el inversor para evaluar los resultados de inversión. Lo discutible es la forma en que el mercado en su dinámica decide cuál es esa rentabilidad aceptable y cómo el mercado manifiesta la cotización de una acción que puede ser producto de expectativas de corto plazo o simplemente de actuaciones de tipo especulativo de los agentes del mercado.

Estas mediciones dependientes e indicativas del mercado, pueden conllevar alteraciones en la conducta empresarial que pueden afectar decisiones de largo plazo por la búsqueda de estrategias que mejoren resultados en el corto plazo. Esto se encuentra en conexión con la relación agente-principal y los mecanismos de compensación de ejecutivos como forma de generar incentivos en términos de los resultados que son generados para los accionistas producto de su actividad de gestión.

2.2 La relación entre financiarización e inversión empresarial

Como se indicó antes, la gobernanza corporativa asociada al imperativo de generación de valor para el accionista y las diferencias entre intereses de la gerencia y los accionistas en el contexto de la financiarización se explican a través de la noción de corto plazo y la impaciencia del capital en los mercados financieros que se arguye terminan por desestimar el largo plazo con efectos negativos sobre la inversión productiva y por tanto en el crecimiento de la economía.

Los efectos sobre la inversión son planteados en los trabajos de Lazonick (2008, 2009, 2014, 2017) que demuestran para el caso norteamericano cómo la ideología del valor para el accionista ha generado un impacto negativo en la asignación de recursos para inversión productiva con una consecuente depresión de salarios e incremento de la desigualdad. En esta misma línea, diversos trabajos empíricos han demostrado cómo la gestión corporativa bajo el precepto de maximizar el valor para el accionista generan efectos sobre la inversión en capital físico (Davis, 2014, 2018; Orhangazi, 2008).

La necesidad de mantener rentabilidades para el accionista superiores a las de mercado, hacen que se adopten prácticas que algunos autores (Aglietta, 2009; Lazonick, 2008; Lapavistas, 2013; Boyer, 2005) identifican, tales como el aumento de la recompra de acciones, estructuraciones empresariales a través de fusiones y adquisiciones, endeudamiento no para inversión productiva sino para los procesos de recompra con sus consecuentes efectos negativos sobre la inversión productiva que explicarían la caída en las tasas de acumulación.

En este contexto, no es solo la separación de la propiedad y el control lo que plantea discusiones sobre el problema de agencia entre accionistas y gerentes como ha sido abordado por la teoría de la agencia, es precisamente de la complejidad de la relación en el nuevo contexto que surgen las principales críticas a la misma y a la filosofía de generación de valor para el accionista que se considera se hizo dominante a partir de la década del 80.

Una de las principales tesis de la financiarización se refiere a la creciente desvinculación que un aumento exacerbado de la actividad financiera y movilización del capital financiero está generando entre los beneficios y la inversión en las economías desarrolladas. Se alude a regímenes de “ganancias sin inversión” en el caso de países como Estados Unidos para el que se encuentra una amplia diferencia entre inversión y aumento de ganancias a partir de 1980 (Hein & Dodig, 2015; Orhangazi, 2018).

La búsqueda de explicaciones sobre las causas de la caída en la inversión empresarial desde la perspectiva de la financiarización ha motivado una serie de trabajos empíricos que analizan la relación financiarización-inversión. Davis (2017) categoriza tres énfasis que encuentra en las diferentes aproximaciones:

- El incremento de los ingresos (beneficios) financieros de las corporaciones no financieras (NFCs, siglas en inglés) a través de activos financieros.
- El crecimiento de los pagos de las NFCs a acreedores y accionistas y
- La ligada a la explicación de la conducta empresarial en una economía financiarizada que privilegia el valor para el accionista y el corto plazo con efectos negativos sobre la inversión.

Concordante con los dos primeros énfasis, a nivel de firma, se identifica dos canales a través de los cuales la financiarización podría obstaculizar la inversión real: la presión sobre las CNF para aumentar los pagos a los mercados financieros en forma de dividendos y las recompras de acciones por parte de la empresa, y una mayor inversión en activos financieros que puede tener un efecto de "desplazamiento" sobre la inversión productiva.

2.2.1 Aumento de pagos a accionistas a través de recompra de acciones y pago de dividendos

En el comportamiento de grandes empresas que se cotizan públicamente en el mercado de valores se ha venido observando una tendencia creciente de operaciones de recompra de acciones y pago de dividendos a accionistas. Lazonick (2014) cataloga esta tendencia como un cambio de "retener y reinvertir a reducir y distribuir", para Orhangazi (2007) "el aumento en el porcentaje de la compensación gerencial basada en opciones sobre acciones ha incrementado el incentivo de los gerentes de las CNF a mantener altos los precios de las acciones a corto plazo pagando altos dividendos y realizando grandes recompras de acciones. Simultáneamente, el aumento de los inversores institucionales, que demandan el constante aumento de los precios de las acciones, así como las secuelas del movimiento de adquisición hostil han presionado a los gerentes de CNF para elevar la tasa de pago."(Orhangazi, 2007, p.6).

En el caso particular de Estados Unidos, los diferentes autores coinciden en una marcada tendencia de recompra a partir de 1980. En los datos de emisiones netas de capital, es decir, nuevas emisiones menos acciones retiradas por recompra, fusiones y adquisidores, Lazonick (2017), encuentra que desde mediados de la década de 1980 han sido en general negativas, y desde mediados de la década de 2000 ampliamente negativas. Si se

comparan con el sector financiero, son las empresas no financieras las que en el neto presentan mayores emisiones netas negativas de capital.

Esta tendencia no solamente llamó la atención y despertó la crítica académica después de la publicación de Lazonick (2014) "Profits Without Prosperity", también de las publicaciones en diversos medios de comunicación. The Economist, por ejemplo, los llamó "una adicción a la cocaína corporativa"²; Brettell, Gaffen and Rohde (2015), en un artículo publicado en Reuters³ planteó que a medida que las recompras de acciones alcanzan niveles históricos, hay indicios de que las empresas estadounidenses se están debilitando, sugieren particularmente el caso de Hewlett-Packard e IBM. En el Financial Times⁴, Plender (2016) en "Blowing the whistle on buybacks and value destruction", señaló una falta de transparencia y responsabilidad en este tipo de gastos corporativos y una mala asignación de capital.

Quienes defienden este tipo de prácticas argumentan que las recompras son una estrategia para incrementar el precio de la acción frente a condiciones de infravaloración, que la empresa madura se queda sin inversiones rentables o que el flujo de caja excede los requisitos de efectivo, exceso que es aplicado en los procesos de recompra y entrega de dividendos a accionistas sin sacrificio de otro tipo de inversiones. Gruber and Kamin (2017) en modelo de regresión panel a través de países para la inversión en el periodo 1995-2008 encuentran poca evidencia de menor gasto en inversión en capital fijo a causa del aumento de recompras y pago de dividendos. Sobre los resultados plantean que las corporaciones pueden aprovechar las bajas tasas de interés y los préstamos para financiar recompras independiente de los beneficios y oportunidades de inversión (p.10).

Los efectos negativos son asociados con el desplazamiento de recursos que implican las recompras y que podrían ser dirigidos a inversión y fortalecimiento de la actividad productiva, con consecuentes alteraciones en el desempeño de las empresas y la economía en el largo plazo. Las motivaciones de la recompra se consideran como una

² Share buy-backs corporate cocaine. Sep 13th 2014.
<https://www.economist.com/leaders/2014/09/13/corporate-cocaine>.

³ Reuters (Nov. 16, 2015). En <https://www.reuters.com/investigates/special-report/usa-buybacks-cannibalized/>

⁴ Plender, John (Marzo 1 de 2016). Blowing the whistle on buybacks and value destruction. The financial Times

estrategia de tipo financiero para modificar indicadores para el mercado e inversores, también como un mecanismo de devolución de capital a los inversores, y como forma de compensar los efectos dilutivos de la compensación a ejecutivos a través de participaciones de capital. También las recompras de acciones alteran la estructura de propiedad de la empresa, dando a los accionistas que mantienen su inversión una mayor participación en una empresa con capital en circulación menor.

Como estrategia de tipo financiero, las recompras pueden darse como una forma ficticia de modificar indicadores para el mercado e inversores tal es el caso del ratio de EPS que recoge el resultado obtenido por la empresa y su correspondencia por cada acción de participación en la misma. Una recompra posibilita en el caso de este indicador mostrar unos mejores resultados para el accionista pero es simplemente un efecto matemático en el cálculo del indicador antes que pueda considerarse una forma de mayor excedente generado por la compañía. Así mismo, si la empresa ha tenido una política de compensación ejecutiva a través de participaciones en la propiedad, como se indicó antes, la recompra podrá restar los efectos dilutivos sobre la EPS.

En cuanto a los argumentos de uso de las recompras de acciones infravaloradas, Lazonick (2014), encuentra que las recompras en su mayoría no se dieron precisamente cuando el precio de las acciones se encontraba a la baja, sino al contrario, indica que “en las últimas dos décadas, las principales empresas estadounidenses han tendido a realizar recompras en mercados alcistas y reducirlas, a menudo bruscamente, en los mercados bajistas (Lazonick, 2014, p.11). La evidencia de operaciones de recompra no atadas necesariamente a acciones infravaloradas puede llevar a suponer que este tipo de práctica podría ser motivada por una intención de influir en los precios y que podría estar relacionada con la actuación de gerentes y los incentivos de compensación que se han generado para los mismos.

En cuanto al argumento que refiere a las recompras porque las empresas maduras se quedan sin oportunidades de inversión rentables, siendo el mejor uso eficiente de efectivo que se puede hacer, el devolverlo a los accionistas quienes pueden canalizarlo para otros mejores usos productivos, Lazonick (2017) plantea que el principal problema es suponer

que los inversionistas de las grandes corporaciones invierten en sus activos productivos (p.21), a quienes se devuelve efectivo nunca realizaron inversiones en los activos que crean valor de la compañía, como en el caso de Apple, cuyo único capital recaudado de los accionistas públicos fue de \$ 97 millones en su salida a bolsa en 1980 (Lazonick, 2014p.12). Así mismo, si bien los recursos de recompra retornan a la economía, estas tienen un efecto de corto plazo incentivando por ejemplo el consumo conspicuo de los accionistas y el hecho de que los accionistas proporcionan sus ahorros al mercado de valores buscando rendimientos de sus ahorros. Los fondos devueltos aumentan la demanda de acciones de empresas que ya están en circulación y que, a través del proceso de creación de valor ya han determinado los usos más "eficientes" de los recursos productivos, entonces no se puede explicar de dónde surgirían los mejores usos productivos (Lazonick, 2017).

Así mismo, si se considera que parte importante de las inversiones de capital que se cotiza en bolsa están en manos de inversores institucionales, estos recursos que son devueltos a través de las recompras buscaran volver a canalizarse para obtener rentabilidades a través del mismo tipo de empresas antes que dirigirlos a usos productivos más eficientes. En general, el argumento pierde consistencia frente a los datos a nivel agregado para el caso, por ejemplo, de Estados Unidos que muestran emisiones netas de capital negativas desde 1980. Siguiendo a Arbeláez (2006) "en el modo de regulación del capitalismo dominado por las finanzas de mercado, las acciones, en abstracto el mejor mecanismo para la financiación empresarial, se convirtieron en la vía más poderosa de desfinanciación de las empresas (...) las reasignaciones del capital, efectuadas bajo las figuras de OPAs y de OPIs, se han revelado los más seguros mecanismos de destruir capital (Arbeláez, 2006 p. 46)

2.2.2 Inversión en activos financieros y efecto de "desplazamiento" sobre la inversión real.

Otro de los canales a través de los cuales se considera las condiciones de financiarización afectan la inversión empresarial es la tendencia en estas empresas a mantener una mayor proporción de activos financieros y derivado de esto, a generar rentas de tipo financiero.

De acuerdo con la teoría económica, las empresas no financieras son las que realizan la producción de bienes y servicios mientras que el sector financiero tiene un papel como

facilitador de estas actividades productivas, que se traduce en ser un proveedor del financiamiento. “El sector financiero debe estar al servicio del sector real a través del otorgamiento de créditos para la inversión socialmente útil. Huelga decir que con el dominio del sector financiero, que resulta, por ejemplo, en adquisiciones poco amistosas, objetivos de liquidación de activos y beneficios altos para empresas del sector real, se está lejos de esta situación deseable” (Bortis, 2010, p.16). Como se mencionó en un apartado anterior, algunas perspectivas señalan que las grandes empresas del sector productivo han venido adoptando comportamientos característicos del sector financiero.

Sobre los efectos de mantener mayores activos financieros, se estima que hay un efecto sobre la inversión productiva producto del desplazamiento de la inversión hacia instrumentos de tipo financiero. “Los fondos totales disponibles para una empresa pueden invertirse en activos reales o utilizarse para adquirir activos financieros. Cuando las oportunidades de ganancias en los mercados financieros son mejores que las de los mercados de productos, esto crea un incentivo para invertir más en activos financieros y menos en activos reales” (Orhangazi, 2007, p.6).

Aunque de manera general se considera que el capital financiero (recursos de financiamiento) que es tomado por las empresas no financieras se involucra en la actividad productiva, se ha venido documentando el creciente mantenimiento de activos financieros y la expansión de filiales financieras (Crotty, 2005). Stockhammer (2004) establece el vínculo entre la acumulación y el ingreso rentista generado a través de activos y transacciones financieras. El autor asocia esto como indicativo de la financiarización y concluye que la orientación hacia la rentabilidad antes que al crecimiento conlleva la ordenación de las prioridades de gestión en la línea de creación de valor para el accionista hacia la inversión en mercados financieros lo que finalmente conduce a una desaceleración de la acumulación.

Para Davis (2014), ha habido un cambio que favorece la composición de cartera de las empresas del capital fijo hacia activos financieros, explica que la volatilidad de la empresa impulsa la adquisición de activos y beneficios financieros que junto con el aumento de la deuda y las recompras terminan por afectar la inversión. Observa que las empresas

pueden por ejemplo, tomar capital prestado a tasas bajas en los mercados de bonos y retener a tasas más altas en los mercados de deuda de consumo en el cual han incursionado cada vez más.

En consonancia con un incremento en el mantenimiento de activos financieros por parte de las grandes empresas, se atribuye un aumento en las ganancias derivadas de transacciones financieras y de estos activos, que por su naturaleza, es diferente a la forma tradicional de ganancia empresarial atada al proceso de explotación productiva, esto es, una apropiación de rentas a través de los canales financieros generando un desplazamiento de los objetivos principales de la actividad empresarial hacia actividades características del sector financiero. Esta tesis de cambio en las rentas empresariales ha sido defendida por Krippner (2005) quien mide el aumento en los ingresos de tipo financiero (intereses, dividendos y ganancias en inversiones de capital ajenos a la actividad principal) en relación con el flujo de efectivo corporativo como un indicador que refleja una relación entre ingresos generados por actividades financieras frente a los flujos de la actividad productiva, mostrando que estos se han tornado en las últimas décadas más significativos (Krippner, 2005, p. 182).

Algunos críticos como Ravinovich (2018) sobre el particular, indica que si el objetivo es comparar ingresos generados en actividades productivas con mayores ingresos provenientes de ganancias financieras no se logra el objetivo pues la relación debiera darse en términos de la composición del ingreso financiero respecto del ingreso total. Así mismo, plantea que los ingresos financieros son una parte pequeña en la estructura de ingresos de las corporaciones no financieras y en el neto, las actividades financieras han reportado pérdidas al deducir de los ingresos que generan los gastos financieros asumidos por las compañías.

Hay discusiones sobre si el mantenimiento de activos financieros se traduce en un trade-off a priori entre inversión financiera e inversión productiva. Sobre el particular, Davis (2014) plantea que el impacto de la tasa de ganancia financiera sobre el capital deseado de la empresa es ambiguo, o puede estar relacionado con el tipo de actividad del que se derivan las ganancias financieras. Al respecto, menciona que si los beneficios financieros se derivan del financiamiento cautivo para la explotación del propio producto, podría esperarse que pudiera darse un impacto positivo en el stock de capital deseado.

Sobre el particular, la literatura económica plantea que la inversión financiera y real pueden ser sustitutas. En el marco de las decisiones de inversión, los fondos que se encuentran disponibles o bien pueden ser destinados a la adquisición de activos financieros o a inversiones reales. Así, si las inversiones en activos financieros ofrecen mayores rendimientos, se dará un desplazamiento entre tipos de inversión. Sin embargo, a nivel macroeconómico no se considera que estos fondos se desvíen a usos de transacciones financieras puras (Tobin, 1997).

Sobre esta idea de sustitución se tiene un marco en el cual la empresa se enfrenta con una restricción presupuestal. Desde una perspectiva puramente contable, a nivel empresarial la inversión sea en activos fijos o de tipo financiero será igual a los recursos de financiamiento usados para su adquisición, sean estos generados internamente o mediante financiación externa, ya sea vía endeudamiento o emisiones de capital.

Si las inversiones en activos de la compañía pueden ser financiadas de las dos formas mencionadas antes, se puede dar un mayor uso de la deuda para financiar la cartera de inversión de la empresa. Sobre el particular, si la empresa puede pedir prestado a una tasa menor de lo que puede prestar, genera un margen de ganancia o rentas financieras. Así, tanto la disminución del costo del endeudamiento como la tasa de ganancia de activos financieros favorecen las inversiones de tipo financiero que como se ha mencionado, se considera genera una relación negativa con la adquisición de capital fijo.

Sin embargo, los fondos externos están limitados a ciertas restricciones cuantitativas que tienen que ver con la estabilidad financiera de la compañía y en muchos casos, dependiendo del nivel de endeudamiento, recursos adicionales pueden ser obtenidos pero a un costo mayor. Bajo las evaluaciones de riesgo, las empresas aceptarían ciertas tasas de apalancamiento por la estabilidad financiera de la empresa, los prestamistas también toman el beneficio y activos como elementos para evaluar el otorgamiento de crédito. Así, hay una restricción a la cantidad de recursos para la inversión factible de modo que la asignación de recursos va a afectar la distribución entre tipos de inversión.

Se tiende a argumentar también que si las empresas obtienen ganancias financieras debido a la tendencia a invertir en activos financieros, se aumentaría la capacidad financiera a través de estas ganancias que podrían ser reinvertidos en proyectos de largo plazo. No obstante, la cuestión es si se tiene una tendencia a dirigir recursos a inversiones financieras porque resultan más rentables, no habría razones para pensar que los excedentes generados se reinviertan en algo diferente antes que terminen regresando al circuito financiero. “Aunque los ingresos financieros podrían tratarse como cualquier otro ingreso, no hay garantía de que se utilizarían para financiar inversiones reales. Dada la mayor presión sobre las empresas para que descarguen sus ganancias a los mercados financieros, los ingresos financieros pueden ser reciclados a los mercados financieros o utilizados para comprar aún más activos financieros (Orhangazi, 2008, p. 875).

Sobre esto, Bortis (2010) conceptúa que “se produce una financiarización de la economía si el capital financiero se invierte masivamente en activos ya existentes y los resultados en la extracción de excedentes (ganancias) en un nivel anormalmente alto del sector real. El punto es que una gran proporción de estas ganancias volverá al sector financiero y aumentará el volumen de capital financiero con fines de lucro, lo que implica que el sector financiero se alimenta continuamente y, en consecuencia, crece constantemente. De esta forma, el sector real se vuelve auxiliar para el sector financiero, que es una situación anormal, incluso podría decirse, alienada” (Bortis, 2010, p.16).

Las mayores inversiones financieras empresariales, tienen que ver con las transformaciones que ha experimentado las relaciones entre el sector financiero y la industria, en la medida en que el primero, ya no es necesariamente el encargado de proporcionar financiación externa a la industria. Según Lapavitsas:

Hay una importante participación de empresas no financieras en actividades financieras, “los capitales industriales y comerciales participan sistemáticamente en las actividades financieras por su propia cuenta. Estas actividades incluyen la emisión independiente de deuda en los mercados abiertos (papel comercial, bonos, garantías y demás) proveyendo crédito al consumo y crédito comercial, participación en los mercados de divisas extranjeras, así como transacciones en los mercados de derivados, los mercados a plazo y los mercados de futuros” (Lapavitsas, 2016, p.89).

Bajo la teoría de una economía monetaria de producción para Bortis (2010), el exceso de medios financieros sobre la inversión fluye dentro del sector financiero, entonces la obtención de rentas es vista como oportunidades de inversión en el sector financiero, una consecuencia es el incremento del precio de las acciones y las empresas son forzadas a

incrementar ganancias de inversionistas haciendo la distribución del ingreso más desigual, el ahorro y la tasa de ahorro incrementa mientras la inversión se reduce. Una mayor distribución inequitativa del ingreso reduce el poder de compra y en el largo plazo el desempleo involuntario (pp 22-.24). Un mayor ahorro a través, por ejemplo, de fondos de pensiones, no genera niveles más altos de inversión, pero, por el contrario, reduce la inversión. Si la cantidad de dinero en este sector no tiene valor real equivalente, será capital financiero en busca de lucro, lo que presiona el precio de los activos y especulación (pp.26-29).

Sobre la naturaleza de la acumulación financiera, tal como Lapavitsas(2016) indica, no es tan obvia la forma de evaluar empíricamente su magnitud y su dimensión respecto a la acumulación real y hasta qué medida puede atentar contra el sistema mismo, como una forma de aproximación, se usan indicadores como el tamaño de los stocks de activos financieros, el valor añadido del sector financiero (p.263), datos que desde diversos análisis muestran la supremacía que ha ido tomando el sector financiero en la economía. La ganancia derivada del comercio de activos financieros es a menudo considerada como especulativa y que puede ser un juego de suma cero. El comercio con activos financieros se compone de transacciones en las que habitualmente el vendedor recibe dinero, mientras que el comprador recibe un derecho de cobro sobre el ingreso futuro denominado en dinero. No obstante, de acuerdo con Lapavitsas, la ganancia aun derivada del comercio de activos financieros sigue asociada a los flujos de plusvalía o de renta generada por la actividad productiva (Lapavitsas, 2016, pp. 183-.184).

En el caso de las acciones sus precios no están relacionados directamente con el valor generado en la producción, la valuación de las mismas depende de las sumas monetarias anticipadas sobre el flujo anticipado de ganancia (dividendos), eso es, el precio de una acción para el propietario representa un valor que no existe pero que es el equivalente monetario de dividendos futuros. El comprador de una acción podría obtener una ganancia de capital vendiéndola a un precio superior, aquí la cuestión es cuál es la fuente de valor de la materialización de las ganancias de capital?, ¿Cómo puede una suma de capital ficticio generar ganancias para aquellos que comercian con activos financieros?(Lapavitsas, 2016, p.211). La ganancia financiera, inmediata y directamente,

surge del capital prestable de cada comprador del activo financiero; pero en términos medios e indirectos, la ganancia financiera se genera a partir de los flujos de plusvalía. En consecuencia, la ganancia financiera generada a partir del comercio de activos financieros abarca las esferas de la producción y de la circulación, y permite que la ganancia se genere a partir de procesos de circulación. Este es un rasgo distintivo del capitalismo financierizado (Lapavitsas, 2016, p.219).

Sobre la diferencia entre la acumulación real y financiera, en la perspectiva de Lapavistas que se viene presentando, está en que la acumulación real es la creación de plusvalía en la producción, que con la venta del producto se acumula como ganancias en forma de dinero que se reinvierten posteriormente. La acumulación financiera, en cambio, tiene lugar principalmente en la esfera de la circulación y queda al margen de la esfera de la producción. La acumulación financiera implica fundamentalmente la movilización, comercialización y la anticipación del capital prestable, es decir, aquellos procesos que a menudo emprenden las instituciones financieras que actúan como intermediarias (Lapavitsas, 2016, pp.261-262).

Estas consideraciones del proceso de acumulación plantean una explicación teórica, más allá de los trabajos empíricos, sobre por qué la inversión en activos financieros genera una apropiación (extracción) de rentas en la esfera de la circulación.

Una característica de los trabajos empíricos sobre financierización a nivel de corporaciones ha sido la de explorar la relación entre activos financieros y un trade-off con inversiones en capital fijo, sin embargo, tal como pretende esta investigación, es necesario explorar si esta premisa se mantiene al considerar las inversiones en I&D. Como se mostrará más adelante en el análisis estadístico (capítulo cinco) y se discutirá en los capítulos seis y siete, si bien hay una importante proporción de activos de las compañías que son financieros, se encuentra que la categoría que ha venido ganando participación es la categoría de intangibles. Así mismo, se explora si la relación es negativa tal como ha sido planteado por la literatura que se ha comentado en este capítulo.

Asociado a una tendencia mayor en el mantenimiento de activos financieros se tiene las discusiones planteadas por Minsky sobre una preocupación mayor por la liquidez y por tanto el mantenimiento de activos que son fácilmente convertibles en dinero. El enfoque

de Minsky es interesante en el sentido en que hizo explícito que la estructura (o fuente de financiamiento) así como la estructura de inversión (conformación de activos) es importante, estructurando así una teoría de la inversión que retoma la noción de fondos prestables (capital financiero) que se habían planteado desde la perspectiva marxista.

Sobre la preferencia por liquidez que podría ser contraria a la naturaleza de las inversiones que deberían soportar la innovación (que se suele denominar como capital paciente), genera dificultades establecer hasta qué punto o en qué grado es conveniente o inconveniente. En el caso de una firma, la liquidez suele definirse como la capacidad para responder por obligaciones presentes. En cuanto a la liquidez que puede brindar los activos que se poseen, algunos se pueden negociar e intercambiarse fácilmente por dinero como puede ser el caso de los títulos valores con mercados organizados o bonos del gobierno o inversiones de corto plazo, no sucede lo mismo con los activos de capital asociados a planta y maquinaria especializada. Minsky (1986) define la liquidez como “la capacidad de un activo para generar efectivo cuando sea necesario y con una ligera variación en el monto” (p. 202). Sobre el dinero, la expresión de liquidez, lo considera un activo único en el sentido de que no genera ingresos netos en efectivo, pero permite que alguien que lo posea cumpla con sus compromisos y realice transacciones actuales o puntuales (Minsky, 1986, p.202). Sobre la alta liquidez que manejan las grandes corporaciones, no es fácil establecer hasta que nivel el mantenimiento de efectivo vaya en contra de la inversión productiva, potencialmente podría ser usado para el pago de insumos, salarios, o activos de capital, pero por supuesto también para la adquisición de otros activos financieros que nada tienen que ver con la producción.

Como lo plantea Minsky (1986), es la dinámica de alto endeudamiento la que hace que se prefiera mantener alto volumen de activos líquidos. “En un mundo con préstamos, es sensato que cualquier persona u organización con compromisos de pago se quede con algo de dinero, el elemento en el que sus compromisos están denominados como una póliza de seguro contra contingencias desfavorables. En consecuencia, el dinero produce un rendimiento en especie en forma de protección contra contingencias” (p.201). Sobre ésta seguridad que brindan los activos financieros en las finanzas corporativas, también

recalca que “si los activos financieros se agotan, los márgenes de seguridad en la estructura de activos se reducen” (p. 214).

Lo interesante de este planteamiento es su relación con la estructura de financiamiento, significa que en la medida en que el financiamiento se ha dado más a través del uso de deuda con entidades financieras o la propia emisión de deuda corporativa, dependiendo de los plazos de la misma, la necesidad de flujos de efectivo aumenta por lo cual también la estructura de deuda podría ser un aspecto que explica la estructura de activos y de incremento en las necesidades de liquidez. La preocupación de una dinámica empresarial en estas condiciones se da cuando esos flujos de deuda que demanda liquidez no son asignados a actividades productivas sino a otro tipo de actividades que en conjunto y al presentarse de manera generalizada generan condiciones para la economía de alta fragilidad.

Así mismo, la menor acumulación de capital físico atribuida al mantenimiento de activos financieros también ha sido cuestionada en la medida en que puede ser el resultado de los procesos de deslocalización y reorganización de la actividad productiva a nivel global y para las economías e industrias intensivas en conocimiento un cambio hacia una producción basada cada vez menos en acumulación de capital físico y más en el uso de conocimiento y tecnología. Es por esto que en el análisis en el objetivo del trabajo se involucra los recursos asignados a I&D que puede dar idea sobre este tipo de cambios en la estructura de inversión de las compañías en un contexto financiarizado.

2.3 La financiarización corporativa, deslocalización y concentración de poder monopólico

Desde los análisis de las transformaciones surgidas en los sistemas de producción, las nuevas dinámicas en las cadenas de valor y los procesos de deslocalización y tercerización, se tiende a aceptar que la caída en inversión y acumulación de capital se viene presentando particularmente en las economías desarrolladas. De acuerdo con el informe de comercio y desarrollo de Naciones Unidas (2016), el entorno de inversión contemporáneo se caracteriza porque “las utilidades han aumentado pero no necesariamente se han traducido en mayores tasas de inversión; y el rápido desarrollo de mercados financieros más profundos y sofisticados ha aumentado el acceso de las

empresas a las finanzas nacionales e internacionales, pero no ha logrado impulsar la inversión real.” (p. 140).

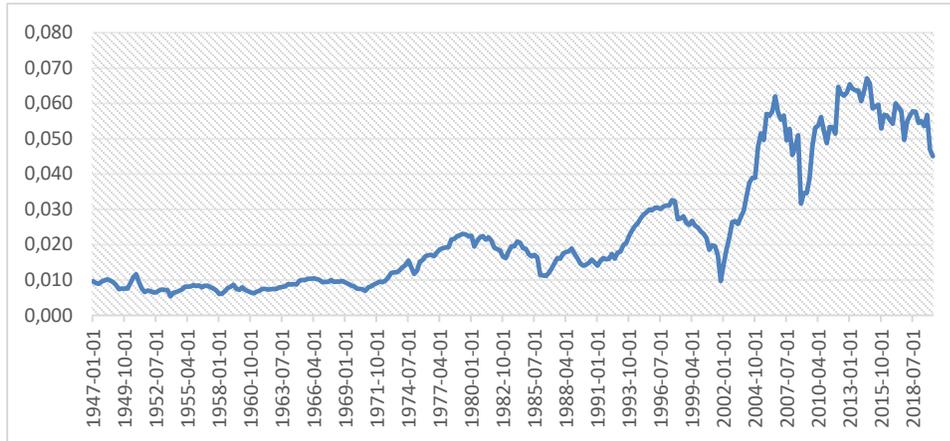
La deslocalización de la producción es analizada especialmente desde las teorías del comercio internacional y son diversas las aproximaciones que buscan explicar las estrategias e integración de firmas en el mercado global, no obstante, antes que hacer alusión a estos aspectos, para los propósitos del presente documento interesan las conexiones que se establecen entre deslocalización y los procesos de financiarización. La dimensión internacional de la financiarización de las CNF es vista desde los procesos de reorganización de las firmas y la consecuente deslocalización de la producción a zonas con costos laborales bajos. Se considera que “las reducciones de costos de la globalización de la producción han respaldado la financiarización del sector corporativo no financiero tanto al aumentar las ganancias como al reducir la necesidad de reinvertir internamente esas ganancias, liberar ganancias para la compra de activos financieros y aumentar los retornos de los accionistas” (Milberg and Winkler, 2010, p.276).

La localización de la producción por mano de obra barata ha generado procesos de desregulación laboral con la consecuente desventaja en la capacidad de negociación de trabajadores frente a empleadores con pérdida de derechos asociados al trabajo y el relativo estancamiento de salarios. Contrario a la idea de mayor demanda laboral e inversión con el aumento de ganancias corporativas, como se ha documentado, se venía evidenciando una tendencia creciente de pagos a los accionistas a través de recompras y pagos de dividendos más altos que generan ganancias de capital al aumentar el precio de acciones (para que inversores decidan vender participaciones deben encontrar atractivo el precio ofrecido en las operaciones de recompra), a la vez que se concentra la propiedad con la reducción de oferta de capital. Esto conexo con generosos programas de remuneración a ejecutivos a través de participaciones de capital.

Aunque pueden ser diversas las razones que motivan la deslocalización, se considera que por lo general benefician la rentabilidad y especialmente a través de la reducción de costos de producción, razón por la cual, se atribuye que en ciertos países desarrollados como Estados Unidos, las ganancias corporativas hayan presentado un importante crecimiento

como proporción del PIB a partir de 1980 salvo en los periodos de crisis después de los años 90 (Figura 6).

Figura 6. Ganancias corporativas después de impuestos como proporción del PIB Estados Unidos (1947-2018)



Fuente: Datos de FRED BEA- United States (Nonfinancial Corporate Business: Profits After Tax (without IVA and CCAadj)/Real Gross Domestic Product)

Estudios muestran que la financiarización se ha dado como elemento que desalienta la inversión pero también la deslocalización ha posibilitado el auge de la financiarización en una dinámica que se refuerza mutuamente. A la caída de salarios que ha acompañado la deslocalización de la producción, se agrega a la tendencia de financiarización el papel que juega como multiplicador de la demanda agregada el crédito otorgado por los mercados financieros a los hogares. De acuerdo con Milberg & Winkler (2013), la “deslocalización proporciona una pista para resolver el "rompecabezas" de la disminución de la participación de la inversión de las ganancias experimentadas en muchos países industrializados y la desvinculación de los movimientos de los precios de las acciones de la inversión real y de la expansión productiva e innovación de las empresas” (p. 25). Consideran estos autores que no es la producción globalizada la que desencadena la financiarización sino que las estrategias de producción global han ayudado a sostener la financiarización (p. 27).

De acuerdo con Boyer y Perry (2013), el cambio del paradigma productivo ha implicado una reordenación particular del poder en las cadenas de valor en la que las empresas tienen poder institucional, a través de su control de los procesos inmateriales pueden

augmentar las ganancias por la externalización de procesos materiales a lugares más baratos, posteriormente el cierre de fábricas y el despido de los trabajadores industriales en los territorios de origen, con centralización de ciertas funciones (incluida la I&D, marketing y finanzas), así como el control sobre la gestión de la filial y la toma de decisiones (Boyer, p. 22). Así mismo, señala este autor que esto se manifiesta en una transformación bastante desigual entre continentes y naciones donde los países rezagados siguen construyendo capital tangible y se especializan en la parte más simple de las cadenas de valor (p. 3)

La deslocalización y reorganización de las cadenas globales de valor se asocia así al incremento de la proporción de ingresos que se apropian como ganancia y que ha afectado la distribución del ingreso tanto en países desarrollados como en el resto de países con el consecuente aumento de la inequidad. Para los países desarrollados el traslado de partes del proceso de producción al extranjero y la subcontratación explican la disminución en los recursos dedicados a inversión y los excedentes de efectivo que son movilizados a través de los canales financieros. Así mismo, desde esta misma perspectiva, se explican los fuertes desequilibrios comerciales, el vínculo se establece, como se indicó antes, entre el comercio y la rentabilidad de empresas que se benefician de bajos costos laborales y de insumos en los países donde se deslocaliza la producción.

Dada la importancia de las transformaciones en la organización empresarial a nivel global y sobre la literatura que analiza la financiarización y los canales a través de los cuales termina afectando la inversión como lo son la mayor acumulación de activos financieros y la ampliación de pagos a los accionistas a través de dividendos y recompras, Auvray and Rabinovich (2017) señalan que el no considerar el papel de la deslocalización conduce a pensar que al cortar los canales de financiarización las corporaciones podrían comenzar a invertir nuevamente cuando no puede ser necesariamente el caso(p.16). Esto por cuanto la globalización y con esta la deslocalización y subcontratación de la producción han creado unas condiciones estructurales que generan limitaciones a ideas como el retorno de las líneas de producción a los países donde se ubican las casas matrices de las empresas líderes.

Otro de los aspectos que es asociado a la financiarización corporativa, el crecimiento de ganancias de grandes empresas y los procesos de deslocalización productiva, tiene que ver con el aumento de poder oligopólico que se encuentra asociado a la innovación y el ejercicio de derechos de propiedad intelectual, condiciones que posibilitan un mayor poder de mercado y por tanto, una mayor apropiación de proporción de ingresos como ganancia. Se considera que empresas que pertenecen a industrias con mayor concentración presentan también mayores ganancias que aquellas con menor grado de concentración.

Sumado a la concentración de mercado y una actividad deslocalizada en búsqueda de mano de obra barata, se empiezan a documentar los bajos niveles de tributación efectiva que tienen estas empresas. Un aspecto que es asociado con la recompra de acciones y los aspectos impositivos tiene que ver con el mantenimiento de dinero en el extranjero (hide money offshore-esconder dinero en el extranjero) en países con bajas tasas impositivas sobre ingresos que comúnmente son denominados paraísos fiscales.

El Institute on Taxation and Economic Policy (ITEP), indica en informe de 2017⁵ que de las 500 principales empresas de Fortune, en 2016 el 73% opera con filiales en los paraísos fiscales con más de \$ 2.6 billones en ganancias acumuladas offshore a efectos fiscales y Solo 30 compañías Fortune 500 representan el 68 por ciento o \$ 1.76 billones de estas ganancias extraterritoriales (pp.1-2). El mismo informe establece que es a través de los “trucos” de contabilidad de las corporaciones que crean desajuste entre el lugar donde empresas ubican fuerza de trabajo e inversiones y donde reportan haber obtenido las ganancias especialmente países con muy bajas tasas impositivas El informe también menciona lo paradójico de los manejos contables, en la medida en que gran parte de las ganancias que se mantienen en el extranjero, se encuentran en bancos estadounidenses o se invierten en activos estadounidenses, pero registrados a nombre de filiales extranjeras. En relación con las recompras, aunque de acuerdo con la legislación se prohíbe el uso de dinero declarado en el exterior, el informe establece que las empresas pueden usar deuda a tasas muy bajas mientras que usan las tenencias de efectivo offshore como colateral implícito. Esto último explicaría la ampliación del uso del endeudamiento

⁵ Offshore Shell Games

con la ampliación de las operaciones de recompra. Las empresas con mayor cantidad de dinero offshore para Estados Unidos, también son las empresas que mayores pagos accionistas han realizado en los últimos años, dentro de las que se encuentran empresas como Apple, Pfizer, Microsoft, general Electric, IBM, Cisco, Exxon Mobile, entre otras. El cuadro 30, muestra las principales empresas norteamericanas que en 2016 mantenían dinero offshore.

Tabla 1. Compañías con más dinero mantenido offshore

Company	Number of Tax Haven Subsidiaries	Amount Held Offshore (\$ millions)	Tax Rate Paid on Offshore Cash
Apple	3	246.000	4%
Pfizer	157	198.944	
Microsoft	5	142.000	3%
General Electric International	22	82.000	
Business Machines	18	71.400	
Johnson & Johnson	60	66.200	
Cisco Systems	54	65.600	
Merck	115	63.100	
Google	1	60.700	
Exxon Mobil	38	54.000	
Procter & Gamble	32	49.000	
Oracle	5	47.500	3%
Citigroup	137	47.000	7%
Chevron	8	46.400	
Intel	14	46.400	
PepsiCo	133	44.900	
J.P. Morgan Chase & Co.	170	38.400	12%
Gilead Sciences	13	37.600	0%
Amgen	9	36.600	0%
Coca-Cola	14	35.500	
Qualcomm	4	32.500	0%
Goldman Sachs Group	905	31.240	15%
United Technologies	30	31.000	
AbbVie Inc	40	29.000	
Eli Lilly	35	28.000	
Wal-Mart Stores		26.600	
Hewlett Packard Enterprise	22	26.200	
Bristol-Myers Squibb	29	25.700	
Abbott Laboratories	111	24.000	
Danaher	29	23.000	

Fuente: Tabla tomada de ITEP, Offshore Shell Games 2017. The Use of Offshore Tax Havens by Fortune 500 Companies

Las grandes empresas han venido concentrando mayor proporción de los ingresos de la industria mientras que se plantea que las nuevas empresas se están reduciendo. Desde algunas perspectivas, la concentración y las ganancias pueden ser resultado de esfuerzos de innovación tecnológica y de desarrollo de mejores productos y servicios. No obstante, la menor competencia tiene efectos adversos para la economía y para la sociedad en su conjunto. La concentración y la evidencia de ganancias crecientes con una tendencia de caída de la inversión, hacen pensar que el poder de mercado por parte de las empresas líderes o dominantes en las diferentes industrias favorece la obtención de ganancias generada por una menor competencia.

Este es un aspecto importante que se retomara y que hace parte de la explicación de cómo se configura la manifestación de la financiarización a nivel corporativo cuando se considera la acumulación de intangibles e inversiones en I&D y un reforzamiento mutuo con el mantenimiento de activos financieros.

Si bien esta investigación, al igual que gran parte de la literatura explorada, está centrada en la financiarización de grandes corporaciones de economías centrales, es preciso señalar, que se ha venido desarrollado trabajos que reconocen la existencia de aspectos diferenciales y dinámicas específicas que caracterizan la financiarización bajo el concepto de financiarización variegada (en inglés “variegated financialisation”), termino usado para explorar las trayectorias de financiarización comunes pero no convergentes (Ward, Van Loon, & Wijburg, 2018). También se exploran diferencias en la financiarización sobre la perspectiva de integración financiera subordinada en el caso de los países en desarrollo. En análisis de algunos casos de países se plantea una bifurcación entre las grandes corporaciones que son capaces de aprovechar fuentes internacionales de financiamiento más baratas, mientras que las PyMEs nacionales dependen de las ganancias retenidas para financiar su inversión, excluidas de los costosos mercados crediticios e incapaces de entrar en los mercados de capitales en tanto las grandes empresas recurren cada vez más a proveedores internacionales mientras que los rivales locales no pueden competir (Powell, 2013).

Respecto a la perspectiva geográfica, Dixon (2014) plantea la dificultad de caracterizar las grandes empresas moldeadas por entornos institucionales particulares. Las empresas pueden utilizar entornos institucionales particulares para su ventaja estratégica, como uno

donde las relaciones laborales son propicias para garantizar una mano de obra calificada. Sin embargo, con la capacidad de reubicar la producción y reensamblar las cadenas de suministro, las empresas no están vinculadas indefinidamente por las relaciones institucionales de ningún entorno institucional particular. Las vastas redes de producción global de la actualidad se añaden a la poderosa dinámica de la integración financiera global (Dixon, 2014, p.14).

En la literatura sobre financiarización desigual y variada sucede igual que en aquella que refiere a la diferencia entre variedades de capitalismo y capitalismo variegado. Se discute si se puede hablar de diferentes tipos de financiarización o de matices y trayectorias no comunes dentro de una tendencia generalizada de financiarización. Algunos autores como Pagano (2014), al referirse a la emergencia de nuevas especies de capitalismo, plantea que a pesar de las diferencias nacionales, una característica común se puede encontrar en la monopolización global del conocimiento. Esta monopolización implica relaciones jerárquicas entre empresas y entre capital y trabajo, porque el capital de algunas empresas incluye la propiedad exclusiva de gran parte del conocimiento utilizado en la producción, también concibe la dinámica intrínseca a largo plazo de esta especie de capitalismo caracterizada cada vez más por la financiarización, la desigualdad y el estancamiento (Pagano, 2014, p. 1409). Bajo esta caracterización un rasgo como el monopolio del conocimiento podría ser el que este definiendo rasgos particulares de la financiarización de la perspectiva de la firma.

3. El concepto de economías basadas en el conocimiento, inversión en I&D y financiarización

Tal como ha sido documentado en los capítulos previos, en un contexto financiarizado se atribuyen efectos negativos sobre la inversión. Como ya se ha mencionado, el enfoque de los trabajos empíricos se ha dirigido a examinar y explicar la caída en la acumulación de capital fijo. Sin embargo, la importancia del conocimiento en las economías desarrolladas, como un factor en la creación de valor, puede implicar un desplazamiento de las inversiones en capital fijo por inversiones en I&D, que se tornan cruciales para asegurar la supervivencia a largo plazo de las corporaciones. Como ha sido expuesto, el propósito de esta investigación es analizar la relación de la financiarización y las inversiones en I&D en el ámbito de grandes empresas. En este sentido, este aparte se dedica a hacer una revisión del concepto de economías basadas en el conocimiento, las características propias del financiamiento de las inversiones en I&D planteadas en la literatura y cómo en un contexto de financiarización se podrían tener efectos sobre este tipo de inversiones.

3.1 El concepto de economías basadas en el conocimiento

Como un aspecto también característico del desenvolvimiento capitalista contemporáneo, sobre la preeminencia de la ciencia y la tecnología, son diversos los conceptos y aproximaciones teóricas que se usan para describir y explicar de qué manera la actividad económica y la generación de valor se fundamentan cada vez menos en los bienes y recursos de naturaleza física y más en aquellos recursos con fundamento en el conocimiento. Dentro de estos se encuentran por ejemplo, economía del conocimiento (Machlup, 1962; Druker, 1969), la nueva economía⁶, economía basada en el conocimiento (OECD, 1996), “knowledge capitalism” o capitalismo cognitivo, entre otros.

⁶El término fue usado por primera vez en 1994 por la revista Business Week para hacer referencia a la nueva dinámica de crecimiento económico emergente en los EE.UU, cuando el nuevo sector de las TIC surgió como una fuerza motriz de la economía estadounidense, y simultáneamente se extendió a la economía internacional, período temporal pero duradero de alto crecimiento que se

Sobre el término de economía basada en el conocimiento, éste empezó a ser usado en los años 60 por autores como Machlup (1962), Bell (1974), Drucker (1969), Porat y Rubin (1977), OECD (1986), entre otros. La OECD (1996) define a las economías basadas en conocimiento como “aquellas economías que se basan directamente en la producción, distribución y utilización de conocimientos e información” (p. 7).

Machlup (1962) a partir de su trabajo que mide la producción y distribución de conocimiento en Estados Unidos, estimó que, en 1958, la economía del conocimiento representaba cerca del 29% del PIB. El concepto de conocimiento lo operacionalizó en 4 elementos: educación, I&D, comunicación e información. El término resultó en el concepto de economía basada en el conocimiento que empezó a ser comúnmente usado a partir de la década de 1990 y se dice popularizado por Drucker (1993), para quien el conocimiento puede ser visto como un recurso económico. “Los factores de producción tradicionales, tierra (es decir, los recursos naturales), el trabajo y el capital- no han desaparecido, pero se han vuelto secundarios (...) el conocimiento es el conocimiento como utilidad, como medio para obtener resultados sociales y económicos” (p. 38). La supremacía del conocimiento visto como factor de producción lo llevan a establecer que “tenemos una economía del conocimiento” (p.18). Touraine (1969), a finales de los años 60 también concebía que si bien el crecimiento era el resultado de todo un conjunto de factores sociales, no sólo de la acumulación de capital, dependía “mucho más directamente que nunca del conocimiento, y por lo tanto en la capacidad de la sociedad de impulsar la creatividad (p.5).

Por su parte, Powell y Snellman (2004) definen la economía basada en el conocimiento como “una producción y servicios basados en actividades intensivas en conocimiento que contribuyen a un ritmo acelerado de avances tecnológicos y científicos, así como a una obsolescencia igualmente rápida. Los componentes clave de una economía del conocimiento incluyen una mayor dependencia de las capacidades intelectuales que de los insumos físicos o de los recursos naturales, combinados con esfuerzos para integrar

produjo en los EE.UU. en la década de los 90, con el aumento acelerado de la productividad, seguido por la baja inflación, la función de las ganancias de productividad, sin presiones inflacionarias o signos de agotamiento de la fuerza de trabajo, y con bajos niveles de desempleo (Zanini, 2007, p. 91).

mejoras en todas las etapas del proceso productivo, desde el laboratorio de I&D a la planta de fábrica hasta la interfaz con los clientes (Powell y Snellman, 2004, p. 201).

Siguiendo a Powell y Snellman (2004), a partir de los datos de patentes documentan un aumento en la producción de conocimiento y muestran que esta expansión está impulsada por el surgimiento de nuevas industrias como la informática, la tecnología informática y la biotecnología.

Sobre lo que significa una economía del conocimiento, no existe consenso alguno, desde ciertas posiciones se cuestiona si en la realidad este fenómeno existe y si se constituye en algo nuevo. Autores como Smith (2002) sostienen que la economía del conocimiento “es en el mejor de los casos una metáfora ampliamente utilizada, en lugar de un concepto claro” (p.6). Godin (2006), al estudiar el origen del término, sugiere que “es simplemente un concepto que sirve para dirigir la atención de los encargados de la formulación de políticas sobre las cuestiones científicas y tecnológicas y su papel en la economía” (p. 17). Lucarelli (2014) enfatiza en que “la teoría contemporánea percibe el conocimiento como el objeto de una nueva subdisciplina (la economía del conocimiento) o como el índice de un cambio hacia una nueva etapa de desarrollo económico (la economía basada en el conocimiento)”. En su crítica plantea que la novedad histórica no se encuentra en una nueva fase del capitalismo o incluso en el cambio a una economía basada en el conocimiento. Se encuentra exclusivamente en la formación de una economía del conocimiento, es decir, de una subdisciplina de la ciencia de la economía especializada en el estudio de los mecanismos que gobiernan la producción, la distribución y la apropiación del conocimiento, pero con un problema y es que en esos modelos teóricos las cuestiones del conocimiento se basan en una separación entre el dominio económico y el de las relaciones sociales (pp. 7-8).

Entendiendo que no es posible asumir que el modo de desarrollo actual se diferencie del industrial simplemente por un énfasis en el conocimiento en la medida en que, como bien lo plantea Vercellone et al. (2014), las funciones y formas de conocimiento han variado a través del tiempo y el espacio, por lo que es importante especificar el tipo de la transformación que está afectando hoy en día la relación conocimiento y capitalismo (p. 13).

Bell (1973), al usar el concepto de sociedad postindustrial encuentra que la novedad y característica de ésta se refiere a la codificación del conocimiento teórico y la nueva

relación de la ciencia con la tecnología. Reconoce que toda sociedad ha existido sobre la base del conocimiento y el papel del lenguaje en la transmisión del conocimiento, pero es sólo en el siglo XX cuando se da la codificación del conocimiento teórico y el desarrollo de programas de investigación autoconscientes en el despliegue de nuevos conocimientos (p. 28).

Neef (1998) al abordar las preguntas ¿por qué el conocimiento? y ¿por qué ahora?, menciona cuatro tendencias amplias que considera desempeñan un papel importante en el desarrollo actual del conocimiento, a saber: la globalización que impone presión a las empresas para aumentar innovaciones, la conciencia del valor del conocimiento especializado incorporado en procesos y rutinas organizacionales frente a las presiones de la globalización, la conciencia del conocimiento como factor de producción y el abaratamiento de computación en red. Sobre las características de lo que se da en denominar economías basadas en el conocimiento denota: la ampliación de los servicios en la economía dando paso a lo que denomina una economía “sin peso”; la cada vez menor importancia de los activos físicos; el cambio de la noción tradicional de trabajo, bajas remuneraciones para el trabajo de baja y media habilidad; el capital ya no se limita a los límites de las inversiones locales; en la economía basada en el conocimiento, la producción de ideas, no de bienes, es la fuente del crecimiento económico (pp.5-9). Siguiendo a Neef, sobre las inversiones en I&D concibe que en una economía basada en el conocimiento las naciones que promuevan estas actividades verán mayores beneficios para la sociedad en su conjunto (p. 12)

Teniendo en cuenta que desde la década del 90 se ha dado una tendencia acentuada de las empresas a desplazar los procesos de fabricación a zonas con costos de producción más bajos, países en los que se encuentra a disposición mano de obra más barata como el caso de algunos países en desarrollo y asiáticos que se han convertido en los principales productores de los países desarrollados, se ha venido observando que las estrategias de internacionalización de las grandes empresas se han dirigido a dar prioridad a concentrar actividades estratégicas basadas en el conocimiento, innovación y la coordinación de servicios antes que en el hacerse cargo de la fabricación directa (Boyer y Perry, 2013, p. 25).

En este modo de operación, surge un elemento clave y es el aumento de la protección de la propiedad intelectual sobre desarrollos particulares alrededor de los productos. Esto último de vital importancia para garantizar el control a través de la explotación de capital intangible como patentes, Know How tecnológico, marcas. Para Fumagalli (2011), se efectúa, así, un nuevo proceso de desmaterialización que se añade al de la moneda: el paso de la idea de propiedad (poder) entendida solamente como posesión material a la idea de propiedad entendida como control inmaterial (Marazzi, Fumagalli, Zanini, 2002, p. 153)

De acuerdo con Boyer y Perry (2013), el impulso de un cambio de paradigma productivo hacia una economía basada en el conocimiento está caracterizado por:

- El auge actual de la relación entre capital tangible e intangible que refleja el cambio hacia un nuevo tipo de capitalismo. (p. 41)
- Ruptura de las empresas integradas verticalmente, que caracteriza el llamado modo "fordista" de la acumulación (Aglietta, 1979), en partes desintegradas, que puede desplazarse a través de fronteras internacionales sin menoscabo de la integración funcional de producción (Feenstra, 1998) (citado en Boyer & Perry, 2013, p. 22)
- Las empresas tienen poder institucional con centralización de ciertas funciones (incluida la I&D, marketing y finanzas), así como el control sobre la gestión de la filial y la toma de decisiones. A través del control de los procesos inmateriales, pueden aumentar las ganancias por la externalización de procesos materiales a lugares más baratos (p. 22)

En la línea del capitalismo cognitivo, tesis desarrollada en la década de 2000 por investigadores del CNRS⁷ -Universidad Paris-, como Yann Moulier Boutang, Mauricio Lazzarato, Antonella Corsani, Jean-Marie Monnier, Patrick Dieuaide y dirigido por Bernard Paulré; se discute la visión teórica de la economía del conocimiento y economía basada en el conocimiento (OECD) en la medida en que no se trata solamente de cambios surgidos desde la perspectiva de la producción y la visión instrumental del conocimiento, sino de una forma de capitalismo que involucra no solo las relaciones económicas sino también sociales.

⁷ The French National Centre for Scientific Research

En la literatura económica se establece la existencia de una relación positiva entre crecimiento en el largo plazo, el conocimiento y la innovación tecnológica como factores que explican diferencias en los patrones de especialización, composición del comercio y el desempeño económico en general. Los estudios teóricos y analíticos encuentran evidencia sobre un círculo virtuoso entre la I&D, innovación, productividad e ingresos per cápita, los cuales tienen la capacidad de reforzarse mutuamente para conducir el crecimiento. La forma en que esto se da, parte de asumir que una mayor inversión en I&D se traduce en nuevas aplicaciones y mayor innovación. De esta manera, esta clase de inversiones se consideran como factor fundamental detrás de los avances y desarrollos tecnológicos que finalmente se traduce en crecimiento económico.

A continuación se exploran algunas cuestiones teóricas sobre la inversión y financiamiento de la I&D, aspecto que esta investigación se ha propuesto explorar en conexión con las condiciones de financiarización corporativa.

3.2 Inversión en I&D y su financiamiento

La relación conocimiento economía fue planteada por economistas como Marshall, quien aludía que “el capital consiste en una gran parte del conocimiento y de las organizaciones: y de esta parte, alguna es propiedad privada y otra no” (Marshall, 1920, p. 115). El enfoque económico sobre el papel de la I&D surge a partir de los trabajos de Solow (1957), economista que planteó que la parte del crecimiento económico que no se explica por el aumento de insumos empleados se debe al progreso técnico y a la mejora de la eficiencia.

Por su parte, la teoría del crecimiento endógeno (Romer, 1986, Lucas, 1988) explica el crecimiento y la ventaja competitiva a través de las actividades intencionadas a nivel empresarial de I&D como fuente del progreso tecnológico. Los modelos de crecimiento endógeno muestran que en el largo plazo la clave para el crecimiento es el progreso tecnológico, no obstante, este es dependiente de la inversión en innovación a través de I&D y capital humano, fundamentalmente. De acuerdo con estos modelos, el crecimiento se logra por los rendimientos crecientes a escala que se derivan de las externalidades del cambio tecnológico.

La evolución reciente de los modelos endógenos de crecimiento económico destacan dos fuentes principales de endogeneidad, una de ellas es la creación de conocimiento asociado a la inversión. Una empresa que aumenta su capital físico aprende al mismo tiempo cómo producir de manera más eficiente. Este efecto positivo de la experiencia en la productividad se denomina “aprender haciendo”, un término acuñado por Arrow (1962). El segundo es el efecto indirecto de una empresa de la industria y de la industria a la economía en general (Sengupta, 2014, p. 7).

Sobre las externalidades, lo que se conoce como las teorías de Marshall (1890), Arrow (1962) y Romer (1986)-MAR-, plantean que las externalidades se maximizan vía mayor especialización local, en la medida en que la difusión de conocimientos puede fluir entre empresas de la misma industria, cuanto menor fuese el número de competidores en esa industria, el innovador podría internalizar mejor las economías externas. Esto significa que el nivel de inversión en I&D va a depender del poder de mercado del inversor, por lo que, similar al planteamiento hecho por Schumpeter, cuando la estructura empresarial se soporta en empresas monopólicas, se supone, el cambio técnico resultará ser más dinámico.

Desde el legado Schumpeteriano, el progreso y crecimiento económico se da a través de la actividad disruptiva de empresarios, y las grandes corporaciones, las cuales alimentan el proceso de “destrucción creativa” que tiene como fuente la innovación. Lo que define al empresario de tipo Schumpeteriano no es que sea el propietario del capital o de una empresa, sino el acto de llevar a cabo “nuevas combinaciones”. Da especial atención a la comprensión de los procesos de innovación en las grandes empresas por lo que, frente a los monopolios, las ventajas particulares a las que se refirió estaban en la capacidad de innovación de I&D derivada de las economías de escala, mayor capacidad de gestión para la diversificación de riesgos, finanzas, etc. (Nelson & Winter, 1982, p. 293).

En su obra, *el Capitalismo, el Socialismo y la Democracia*, publicado en 1942, Schumpeter planteó la que es conocida como la hipótesis Schumpeteriana, según la cual las grandes empresas son necesarias para que se produzcan altas tasas de avance tecnológico que se institucionaliza en los departamentos de I&D dentro de las empresas. Hipótesis sustentada en las condiciones monopolísticas que generan barreras a la entrada y por tanto capacidad de apropiación de innovaciones reduciendo los riesgos de fugas e

imitaciones. Igualmente, para Schumpeter, son las grandes corporaciones monopolísticas las que tienen la oportunidad de combinar y asignar recursos financieros internos para financiar actividades de investigación. La perspectiva de mayores rendimientos de la innovación representa el anzuelo que alienta a las empresas a invertir su capital en proyectos de innovación (Schumpeter 1942, p. 148).

Aghion y Howitt (1992) elaboran la noción Schumpeteriana de destrucción creativa. “Cada innovación consiste en un nuevo bien intermedio que puede ser utilizado para producir resultados finales con mayor eficiencia que antes. Pero esas rentas, a su vez, serán destruidas por la próxima innovación, lo que hará que se pierda el bien intermedio existente” (p.349), esto significa que los beneficios monopolísticos de los innovadores solo se dan a corto plazo con beneficios transitorios producto de las innovaciones.

En la relación que se establece entre la generación de conocimiento y su financiamiento desde la perspectiva empresarial, se encuentra que casi de manera generalizada es visto que las actividades de generación de conocimiento en torno a la I&D presenta dificultades para su financiamiento en un mercado de libre competencia. El argumento de las fallas de mercado frente a la inversión en investigación básica fue planteada por Arrow⁸ (1962) en el sentido en que “una economía de libre empresa va a invertir poco en la invención y la investigación (comparado con un ideal), ya que es arriesgado, porque el producto puede ser apropiado sólo en un grado limitado, y debido a los rendimientos crecientes en uso. Esta falta de inversión será mayor para la investigación más básica. Además, en la medida

⁸ Arrow (1962) se centra en el análisis del conocimiento como un bien económico, ya no únicamente como algo incorporado en los productos y el capital, esto conduce a las reflexiones en torno a las limitaciones que este presenta en términos de no apropiabilidad, no rivalidad en el uso, no exclusividad, no agotabilidad. Así mismo, la incertidumbre que caracteriza la generación y apropiación, hace que los sistemas económicos sean incapaces de financiar la cantidad correcta de recursos para la generación de nuevos conocimientos y a través de estos aumentar la eficiencia en la producción. Arrow, al considerar las fallas de mercado, para la asignación óptima de invención e investigación, reconoce que en cierta medida, “la mayor parte de la investigación básica se ha llevado a cabo fuera del sistema industrial, en las universidades, en el gobierno, y por particulares. Hay que reconocer aquí la importancia de los incentivos no pecuniarios, tanto por parte de los investigadores y por parte de los particulares y de los gobiernos que han apoyado a las organizaciones de investigación y universidades. En este último, la complementariedad entre la enseñanza y la investigación es, desde el punto de vista de la economía, algo así como un accidente afortunado” (p. 623).

en que una firma tiene éxito en absorber el valor económico de su actividad inventiva, habrá una subutilización de esa información, en comparación con una asignación ideal” (Arrow, 1962, p.619). Este planteamiento también fue realizado por Schumpeter (1942) en el sentido en que partiendo de la característica de ser el conocimiento no rival, el uso de una empresa no impide su uso por parte de otra y en la medida en que no pueda ser mantenido en secreto, la apropiación de rendimientos de la inversión se va a ver limitada, razón por la cual las empresas van a ser renuentes a invertir.

La inversión en I&D tiene unas características propias frente a otro tipo de inversiones. Una de estas tiene que ver con el grado de incertidumbre que involucra frente a sus resultados. Este tipo de inversión no pueden ser analizada en el corto plazo, muchos de los resultados se dan en el mediano y largo plazo. Tampoco con los métodos estándar de ajuste de riesgo y tasa de retorno, en la medida en que aún con probabilidades pequeñas de éxito en el futuro una inversión puede generar importantes rendimientos o todo lo contrario, generar pérdidas importantes. Es por esto que dentro de la literatura, el nivel de gasto en I&D es usado como un indicador de la orientación que pueda tener una empresa al largo plazo.

En la medida en que el proceso de transformación del conocimiento en valor no se da de manera lineal e involucra inestabilidad e incertidumbre, según Rullani (2000), pone al descubierto espacios de crisis puesto que el conocimiento:

tiene ciertamente un valor de uso (para los usuarios, para la sociedad) pero no tiene un valor-coste de referencia que pueda ser empleado como referente para determinar el valor de cambio y que funcione bien como coste marginal (teoría neoclásica), o bien como coste de reproducción (teoría marxista). El coste de producción del conocimiento es fuertemente incierto (el proceso de aprendizaje es por su naturaleza misma aleatorio) y, sobre todo, es radicalmente diferente del coste de su producción. Una vez que una primera unidad ha sido producida, el coste necesario para reproducir las demás unidades tiende hacia cero (si el conocimiento es codificado).

En la teoría económica convencional sobre el financiamiento externo de los proyectos de I&D, se establece una serie de razones por las cuales el costo de los recursos dirigidos a I&D pueden ser superiores, entre estos se cuentan, las asimetrías de información entre inventor e inversor y el riesgo moral producto de las relaciones de agencia que se presentan. La información asimétrica está referida al supuesto que la empresa que participa en I&D frecuentemente tiene mejor información sobre la naturaleza del proyecto y su probabilidad de éxito frente a la información que puede estar disponible para quienes

pueden facilitar su financiamiento. Igualmente, se supone que esta situación se refuerza en la medida en que las empresas no están dispuestas a divulgar toda la información de I&D y sus innovaciones en la medida en que conservando la exclusividad del conocimiento es posible mantener la competitividad tecnológica. Es común que esta situación se esquematice haciendo referencia al mercado de los limones modelado por Akerlof (1970), esto es, la prima de riesgo para I&D será superior a la inversión ordinaria en la medida en que los inversionistas tienen dificultad para distinguir entre buenos y malos proyectos a largo plazo.

De acuerdo con lo anterior, la presencia de imperfecciones del mercado de capitales puede dificultar la financiación de proyectos en I&D por medio de recursos financieros externos, contrario a lo planteado por Modigliani-Miller (1958), que bajo la consideración de mercados eficientes, conciben que los niveles óptimos de inversión de la empresa son indiferentes a su estructura de capital (relación deuda/capital) y el costo de financiamiento debe ser el mismo para cualquier inversión incluyendo la inversión en I&D. Sobre esto, Long y Malitz (1985), argumentan que las decisiones de inversión y financiamiento no son independientes, un factor importante en las decisiones de apalancamiento tiene que ver con el tipo de inversiones que la empresa realiza. La elección entre deuda y capital dependerá de los costos de agencia potenciales de la deuda. Para las corporaciones que invierten mucho en intangibles como I&D tendrán una capacidad de endeudamiento impuesta por el mercado de capitales más estricta que aquellas que invierten en activos tangibles (p.345).

También se suele atribuir a los recursos destinados a I&D el carácter de costo irrecuperable o inversiones hundidas por cuanto su retribución únicamente puede verse hasta que resulten en un producto generador de ingresos, por esto se considera se tienen restricciones adicionales para su financiamiento externo, por tanto, el flujo de caja y los recursos internos desempeñan un papel importante para este tipo de inversiones.

La importancia de los fondos internos se remonta a los planteamientos de Shumpeter (1939). Otros factores que suelen asociarse y que no tienen que ver con las características del financiamiento son condiciones de mercado como grado de competencia (Kamien y

Schwartz, 1982; Baldwin y Scott, 1987; Cohen y Levin, 1989; Acs y Audretsch, 1990; Cohen, 1995; Hall, 2002), o medidas de política gubernamental que suelen implementarse para fomentar esta clase de inversiones como ventajas fiscales o subsidios directos (Hall & Van Reenen, 2000; David, Hall & Toole, 2000; García & Quevedo, 2004) o las características y recursos del entorno geográfico que pueden generar condiciones favorables a la I&D

El riesgo moral es asociado con los problemas de agencia (la relación agente principal). Los gerentes pueden ser menos cuidadosos en la toma de decisiones sobre la inversión o más conservadores en la evaluación del riesgo que los accionistas. Desde este tipo de perspectivas se establece que puede darse diversos escenarios, por ejemplo, tendencia de los gerentes a invertir en actividades que les beneficien y la renuencia de los mismos a invertir en incertidumbre como puede ser proyectos de I&D. En cuanto a este último punto, la teoría plantea que las inversiones en el largo plazo pueden verse afectadas.

Sobre las decisiones de inversión, se considera que una razón para que se genere subinversión en I&D tiene que ver con que el conocimiento es no rival y el uso por una empresa no impide su uso por otra, situación que imposibilita que haya apropiación completa de las ganancias derivadas de tales inversiones. Así mismo, otra de las causas para un nivel no óptimo de inversión tiene que ver con los efectos sobre el costo y financiamiento externo.

Dadas las razones indicadas antes, gran parte de la literatura se enfoca en las restricciones como causa de la subinversión, en términos de las limitaciones para su obtención como de los costos asociados a la misma y por tanto la necesidad de ser soportada por recursos internos de las compañías y por el Estado como puede ser el caso de la inversión en investigación básica.

En la línea de la literatura sobre estructura de capital y decisiones financieras, se plantea una relación negativa entre las inversiones en I&D y apalancamiento financiero, esto es, la deuda genera un efecto negativo sobre este tipo de inversión (O'Brien, 2003; Singh & Faircloth, 2005; Ogawa, 2007)

Por su parte, Aghion et al. (2004), analizan para empresas del Reino Unido si las elecciones de financiamiento difieren sistemáticamente de acuerdo con la intensidad de I&D. Sobre esta relación encuentran una relación no lineal, las firmas con positiva pero baja inversión en I&D usan más deuda financiera que aquellas que no reportan inversiones, pero el uso de deuda financiera cae a mayor intensidad en I&D. Así mismo, encuentran que las empresas con I&D positiva tienen más posibilidad de obtener fondos mediante la emisión de nuevas acciones que las empresas sin I&D. Bajo estas consideraciones, se conceptúa que las empresas financiaran las inversiones iniciales con recursos propios y a medida que éstas se traducen en activos intangibles las empresas van a utilizar fondos externos como deuda o capital.

La naturaleza incierta de los resultados generados por la I&D ha planteado gran discusión sobre si desde la perspectiva de las cuentas empresariales debiera considerarse como una inversión capitalizable o como un gasto. De acuerdo con disposiciones normativas contables, por lo general los recursos asignados a investigación reciben denominación de gasto que se deduce en el estado de resultados al calcular la renta empresarial generada para un periodo determinado. La Norma Internacional de Contabilidad NIC 38 para el tratamiento contable de activos intangibles, los recursos asignados a investigación⁹, se asignan en el estado de resultados como gasto y en el caso del desarrollo¹⁰, los costos se capitalizan cuando se establece la viabilidad económica, esto es la capacidad de generar beneficios económicos futuros.

El largo plazo en economía es analizado bajo el concepto de elección intertemporal que se refiere a los problemas asociados a la separación en los periodos de tiempo en los que se dan los costos versus los beneficios. Esta es una característica de las inversiones en I&D cuyos beneficios, por lo general, no se dan en el mismo periodo de tiempo en el que se pueda estar realizando la asignación-erogación de recursos. Según Laverty (1996), el

⁹ Según el manual de Frascati se define como una investigación original y planificada realizada con la perspectiva de obtener nuevos conocimientos y conocimientos científicos o técnicos.

¹⁰ Considerados como la aplicación de los resultados de la investigación u otro conocimiento a un plan o diseño para la producción de materiales, dispositivos, productos, procesos, sistemas o servicios nuevos o sustancialmente mejorados antes del inicio de la producción o el uso comercial.

dilema abordado por el debate sobre la economía en el corto plazo tiene que ver con que “el curso de acción que es más deseable a largo plazo no es el mejor curso de acción a corto plazo” (p. 825).

Kalecki (1954) consideraba que las innovaciones tienden a aumentar el nivel de inversión a largo plazo y de esta manera apoyan las tendencias alcistas a largo plazo, el progreso técnico mantiene el incentivo para invertir más alto que el que sería de otra manera. En su opinión, la desaceleración de las economías capitalistas probablemente se explica en parte por una disminución en la intensidad de las innovaciones. Aunque también planteó que el proceso de reemplazo de equipos viejos es un factor que tiene un impacto negativo en las decisiones de inversión y las innovaciones provocan automáticamente una menor rentabilidad de las invenciones más antiguas (Mamica, 2015, pp.103-104).

La crítica de un enfoque gerencial de corto plazo que es retomada desde la perspectiva de la financiarización al plantear los efectos negativos generados por una gestión empresarial orientada al accionista, dada la naturaleza de las inversiones en I&D y su financiamiento, este enfoque se muestra desfavorable a la misma. Desde diferentes perspectivas se coincide en la necesidad de compromiso financiero, tal como lo apunta Lazonick (2017), “el papel de asignación de recursos empresariales a capacidades estratégicas que fortalezcan la innovación es fundamental y para esto la base financiera son las utilidades retenidas, esto es, un régimen de asignación de recursos que soporte la creación de valor e impacte el crecimiento”.

3.1 Inversión y ganancia

Respecto al vínculo inversión y ganancia empresarial se considera que una alta tasa de rendimiento contribuye a una mayor confianza en las expectativas sobre inversión y por tanto a una mayor tasa de acumulación. El aumento de los flujos de ganancia esperados a su vez constituye una fuente importante de recursos internos que potencialmente pueden ser usados para inversión en la actividad productiva de la empresa. Sobre esta relación, se considera que desde la década del 2000 se ha debilitado y particularmente después de la crisis de 2008 para las corporaciones no financieras de EU, a medida que la tasa de acumulación se ha desacelerado la rentabilidad se mantiene relativamente alta (Orhaganzi, 2018).

Sobre la valorización del capital, existe un indicador que es comúnmente usado como explicativo de las decisiones de inversión y es la Q de Tobin que pone en relación el valor intrínseco de la acción y el precio de bolsa. Si esta relación se encuentra por encima de uno indica que la acción se encuentra sobrevaluada y si por el contrario es menor que uno, subvaluada.

Este ratio ha sido ampliamente considerado en la explicación de la inversión en la medida en que al incluir el valor de acciones en el mercado de capitales, incorpora las expectativas de los agentes sobre rentabilidad futura, esto es, los rendimientos esperados como determinante de la decisión de inversión. Un Q superior a 1 indicaría que el precio de mercado excede el costo de reemplazo, señal de que el capital es escaso y se presentan oportunidades de inversión rentables por lo que las empresas decidirían invertir. De acuerdo con la teoría de la Q de Tobin, la inversión debe ser una función creciente de la relación entre el valor de mercado de la empresa y el coste de adquisición del capital. También, en el análisis de financiarización suele usarse como indicativo del auge de la valorización del precio de acciones.

La Q de Tobin, suele calcularse sobre el capital ignorando el papel de la deuda. No obstante, la forma en que las empresas financian la inversión y su consideración resulta relevante, así como las reducciones de capital neto a través de recompras que pueden mejorar el precio de la acción y por tanto el ratio Q. Cuando se da una recompra, si el precio de mercado aumenta y se obtiene una Q superior después de la recompra significa que se tienen menores activos pero más valorizados, cuya revalorización va a tener que ser sostenida por las ganancias futuras.

Como proxy del valor de reposición, desde la perspectiva financiera suele usar el valor del patrimonio neto del balance de la compañía, de la siguiente manera:

$Q \text{ de Tobin} = \text{Precio de bolsa} / \text{Valor intrínseco}$

$\text{Valor Intrínseco} = \text{Patrimonio neto} / \text{Acciones en circulación.}$

La media de la Q de Tobin para el grupo de empresas de S&P500, muestra que el valor de mercado en promedio se encontraba hasta 3 veces por encima del valor del patrimonio neto en los estados financieros de las compañías. Dada la alta valorización, las

expectativas de rentas futuras debieran motivar las decisiones de inversión, no obstante, la tendencia ha sido de reducción de inversiones en capital fijo y aunque se ha dado cierto crecimiento de inversiones en I&D, en conjunto ha sido de caída. El ratio Q se muestra en el siguiente grafico como ratio entre el precio de bolsa y el valor intrínseco y considerando el endeudamiento, esto es el valor de mercado frente al valor en libros del total de activos.

Tabla 2. Media Q de Tobin empresas S&P500

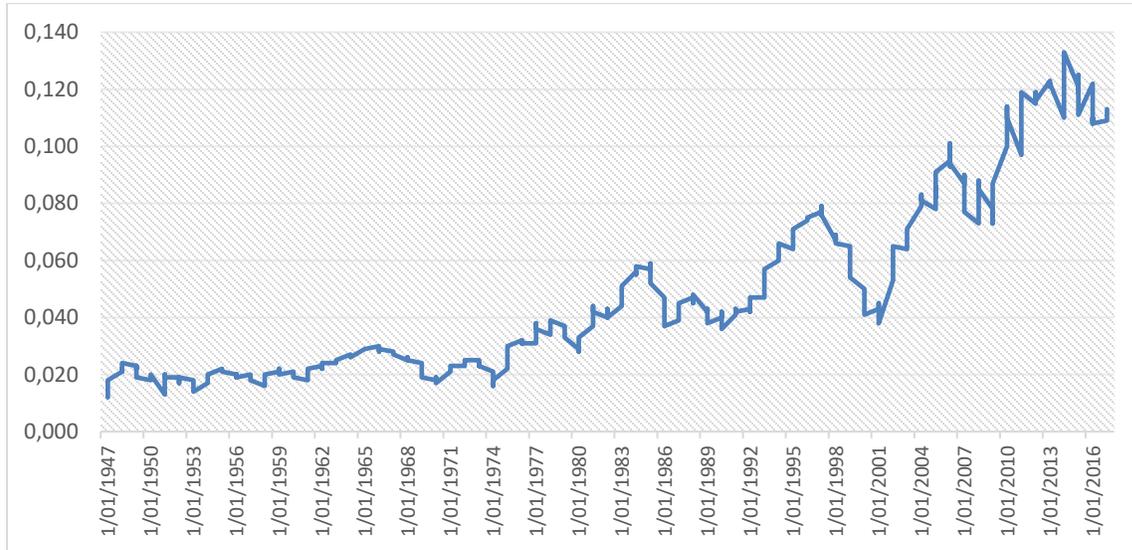
AÑO	Q de tobin_mean	Q tobin con deuda_mean	Q de tobin_median	Q tobin con deuda_median
1998	3,03	1,97	2,8	1,71
1999	2,85	1,89	2,54	1,64
2000	2,77	1,91	2,4	1,57
2001	3	2	2,82	1,68
2002	2,81	1,85	2,52	1,62
2003	3,21	2,09	3,04	1,79
2004	3,24	2,1	3,08	1,86
2005	3,31	2,14	3,1	1,85
2006	3,46	2,19	3,31	1,96
2007	3,25	2,08	3,04	1,83
2008	2,32	1,59	2,05	1,44
2009	2,75	1,85	2,5	1,62
2010	2,93	1,91	2,62	1,69
2011	2,73	1,78	2,53	1,61
2012	2,95	1,86	2,68	1,65
2013	3,22	1,97	3,06	1,8
2014	3,48	2,06	3,26	1,85
2015	3,29	1,99	3	1,77
2016	3,36	1,97	3,17	1,8
2017	3,28	1,97	3,16	1,79

Fuente: construcción propia- Datos compustat y Standars and Poors

Gutiérrez y Philippon (2017) afirman que las corporaciones no financieras han estado invirtiendo poco en relación con su Q de Tobin desde principios de la década de 2000 y aún más después de la crisis de 2008. Argumentan que el aumento de la concentración del mercado es la razón detrás de esta divergencia. Grullon y Col (2017) encuentran que más del 75 por ciento de las industrias experimentaron un aumento en los niveles de concentración en las últimas dos décadas y el índice de concentración de Herfindahl aumentó, en promedio, en más del 50 por ciento.

En el caso de Estados Unidos, los datos muestran una tendencia creciente de ganancias en relación con el producto interno bruto, así como en términos de unidades de valor agregado (Figura 7), siendo más pronunciadas a partir del 2000 cuando empieza a ser notoria la disminución en la inversión. La cuestión que no es tan claramente explicable es si la inversión es baja con tendencia decreciente en qué se sustenta el crecimiento de los márgenes de ganancia de las corporaciones no financieras.

Figura 7. Ganancias después de impuestos por unidad de valor agregado de corporaciones no financieras Estados Unidos



Fuente: FRED- Federal Reserve Economic Data

3.2 Financiarización corporativa e inversiones en I&D

Aunque los factores que son asociados con el concepto de financiarización de corporaciones, tal como ha sido descrito en el capítulo previo, se han analizado en mayor profundidad en conexión con las inversiones en capital físico, también se empieza a explorar otro tipo de inversiones como las asociadas a la construcción de capital intangible. Así por ejemplo, Orhanganzi (2018) sugiere agregar a las explicaciones sobre financiarización y globalización el aumento de uso de activos intangibles por parte de CNF en las últimas décadas como un elemento en la explicación de las ganancias sin inversión que están experimentando las grandes compañías (Orhanganzi, 2018, p. 1).

Al igual que en el caso de las inversiones en capital fijo, se suele atribuir un efecto negativo de la financiarización sobre las inversiones realizadas en I&D a nivel corporativo, aunque son mucho menos los trabajos teóricos y empíricos que han explorado esta relación. De acuerdo con la teoría sobre inversión, la I&D tiende a financiarse más con recursos internos que con fuentes externas (Arrow, 1962), es decir, es necesario el compromiso financiero o “capital paciente”. En este sentido, se plantea la hipótesis que la preferencia por el corto

plazo y los mayores pagos a accionistas, podrían estar desplazando fondos y también presentar una relación negativa con este tipo de inversiones.

Seo, Kim and Kim (2012) sobre las firmas coreanas entre 1994 y 1999, encuentran que el aumento de los pagos de dividendos y la recompra de acciones impidieron la inversión en I&D, redujeron los fondos internos para la planificación en el largo plazo, el aumento de las inversiones financieras y las oportunidades de ganancias excluyeron la inversión en I&D al influir en los incentivos de los gerentes después de la crisis Asiática. Indican que las firmas redujeron su inversión tanto en activos tangibles e intangibles por la relación con los mercados financieros. El aumento de las inversiones financieras y las oportunidades de ganancias excluyeron la inversión en I&D al influir en los incentivos de los gerentes después de la crisis Asiática.

Se considera que la estrategia de usar ganancias retenidas para el financiamiento de nuevas inversiones en los años sesenta y setenta permitió no solo un alto nivel de inversiones sino también cierta discrecionalidad gerencial para la proyección del crecimiento empresarial en el largo plazo y la innovación. Se plantea que a partir del año 2000, se empieza a reconocer que la valorización del precio de acciones en el mercado no estaba asociada a mayores inversiones. “Por lo tanto, el mercado alcista en la década de 2000 no se ha asociado hasta la fecha con el esfuerzo innovador como lo indicaría tanto la teoría de la inversión la "Q" de Tobin (1969) según la cual, una mayor valoración de mercado de la empresa es una señal para que la empresa aumente la inversión, ya que constituye una evaluación de que el capital adicional generará mayores ganancias de lo que se refleja en su costo actual” (Milberg and Winkler, 2013, p. 219).

Sin embargo, en la medida en que los análisis empíricos al modelar los efectos de la financiarización sobre la inversión empresarial han tomado como referencia el ingreso neto como el capital potencial para reinversión, alternativamente se suele argumentar que “los gastos de inversión en I&D y otros gastos de capital orientados al futuro ya han sido deducidos del ingreso neto, entonces, las cifras de pago de los accionistas de S&P500 no son indicativas de los flujos reales de capital en las empresas y por lo tanto no pueden proporcionar mucha base para la afirmación de que el cortoplacismo está privando a las empresas públicas del capital necesario”(Fried and Wag, 2017, p.1).

En relación con la influencia negativa del principio de maximización del valor para el accionista y la innovación, tal como lo plantean Dosi, Revest y Sapio (2016), “ha sido interpretada recientemente como una tensión entre la creación y la extracción en los procesos de innovación. La creciente separación entre los actores que asumen riesgos y los actores que reciben las rentas de la innovación está detrás de esa tensión (Lazonick y Mazzucato, 2013). En el lado de la creación de valor, “el carácter colectivo del proceso de innovación hace difícil medir la contribución de los diferentes actores a la misma, ya que sus contribuciones están entrelazadas” (p.9), mientras que es mucho más fácil apropiarse del valor al final del proceso (Citado en Dosi, Revest & Sapio, 2016, p.17)

Cecchetti y Kharroubi (2015) al analizar la competencia que el crecimiento del sector financiero genera con la economía real, encuentran para una muestra de quince países de la OECD que las tasas de crecimiento del sector financiero están asociadas a un menor crecimiento de la productividad, en particular en I&D e industrias intensivas en capital, confirmando su predicción de que el crecimiento del sector financiero excluye nuevas inversiones en innovación productiva. También, asociado a los efectos negativos sobre la inversión, se plantea que los comportamientos de extracción de valor en los mercados de valores influyen negativamente en la exploración de nuevos paradigmas tecnológicos e incluso en la investigación dentro de paradigmas conocidos (Lazonick y Mazzucato ,2013).

Thompson y Harley (2012), en su trabajo *A Critical realist analysis of the knowledge economy and shareholder value as competing discourses*”, al considerar la economía basada en el conocimiento y lo que se ha dado en llamar la teoría de generación de valor para el accionista, establecen que, mientras que el discurso de la economía basada en el conocimiento ganó mucha más atención retórica, el discurso sobre la generación de valor para el accionista tuvo resultados materiales mucho más significativos. A medida que el segundo articulaba los intereses y legitimaba las prácticas de los actores corporativos, el primero era principalmente un recurso para proyectos de gobernanza a nivel nacional y supranacional (p.1376)

Laperche y Uzunidis (2008), reconociendo que la economía contemporánea está basada en las finanzas y el conocimiento, argumentan que “los resultados financieros se convierten

en un criterio de selección para los programas de investigación y, al mismo tiempo, las consideraciones financieras debilitan el potencial de innovaciones radicales” (p. 2). Sobre la relación entre incentivos a la gerencia y sus efectos sobre las inversiones en I&D, Liqiang (2017) proporciona resultados a nivel empírico que muestran tienen un impacto significativo en la severidad de las restricciones financieras para este tipo de inversiones. Establece que si bien los incentivos para que las decisiones gerenciales alienten las inversiones en I&D, estos pueden exacerbar las restricciones financieras en la medida en que éstas son más susceptibles a los fondos internos por el riesgo e incertidumbre que conlleva. “Si bien ofrecer incentivos de riesgo puede alinear los incentivos para los accionistas y los gerentes, un efecto contrario importante es que tales prácticas harán que las inversiones en I&D sean más sensibles a la liquidez y las restricciones financieras” (p. 910)

De otra parte, se considera que el uso de posiciones dominantes a partir de la propiedad intelectual y dominio tecnológico les brinda a las empresas la posibilidad para hacer grandes recompras que terminan por generar presiones a otras empresas con flujos de caja insuficientes a entrar en este tipo de operaciones con efectos directos y fundamentalmente en inversiones que involucran riesgo como las asociadas a la Innovación.

También, desde algunos análisis se tiende a ver como positivo el comportamiento de las inversiones empresariales en I&D, para Welfens (2008):

“hay una tendencia al alza a largo plazo en la proporción de gastos en I&D al ingreso nacional. Si bien la relación de Investigación y desarrollo con el PIB era cerca del 1% en los países de la OECD en la década de 1960, alcanzó alrededor del 2% en la década de 1980 y se está moviendo hacia el 3% a principios del siglo XXI. La competencia tecnológica ha aumentado ya que los gastos en investigación y desarrollo han crecido relativamente al PIB. Las innovaciones de productos también tienden a aumentar la rentabilidad de las empresas y, por lo tanto, estimulan inversión” (Welfens, 2008 p. 298).

La inversión en I&D puede conducir a innovaciones relacionadas con productos, diseños, procesos, para los que se han desarrollado mecanismos de protección a efectos de garantizar la apropiación de beneficios. Esto es, diferentes tipos de derechos de propiedad intelectual tales como patentes, derechos de autor, de marca, protección de software. Desde los planteamientos de Arrow, una economía con agentes privados en competencia

se va a caracterizar por sub-inversión en investigación, entonces los regímenes de protección de derechos de propiedad intelectual se desarrollan con la idea de proporcionar incentivos a las empresas privadas y compensar las fallas de mercado para que estas realicen inversiones en actividades de investigación al permitirles recuperar costos y capturar un mayor retorno de la explotación de los resultados derivados de este tipo de actividades, es el caso, por ejemplo, de las patentes, que otorgan el derecho exclusivo de explotación de una invención de manera temporal.

Sobre la existencia de este tipo de derechos se establece que pueden estimular la acumulación de capital intangible en tanto tienen la capacidad de mejorar los rendimientos de la inversión o la apropiación de rendimientos derivados de la inversión en I&D. También se alude a su capacidad para aumentar la productividad y eficiencia económica que finalmente se traduce en mayor crecimiento. No obstante, las discusiones sobre los beneficios derivados de los mismos son amplias. Desde perspectivas críticas se estima que los derechos de propiedad terminan por generar limitaciones a la apropiación de innovaciones derivadas del conocimiento, la concentración de ingresos y el aumento del poder monopólico.

El diseño de políticas sobre propiedad intelectual convencional se enmarca en la generación de incentivos para la compensación de costos sobre los principales problemas que se consideran se presentan en la economía de la invención, a saber: “el alto grado de incertidumbre sobre el resultado de la actividad inventiva, el carácter de bien público o inapropiabilidad de invenciones excepto bajo acuerdos legales extremos como el sistema de patentes, y la indivisibilidad de la invención” (Nordhaus, 1969, p. 18).

Se considera que el alcance en la protección de patentes es un factor importante y trabajos empíricos encuentran, producto de los incentivos, relaciones positivas entre la amplitud de los términos de patentes y las decisiones de inversiones adicionales. No obstante, sobre cuáles deberían ser los niveles óptimos de este tipo de gastos son más difíciles de estimar. Igualmente, se cuestiona si una protección más débil de patentes puede ser deseable en términos de apropiabilidad para que fluya a sectores débiles de la economía y en beneficio social. “Por lo tanto, la patente óptima debe crear el equilibrio correcto entre dos requisitos

opuestos: el fomento de la innovación por un lado, y su difusión a un costo razonable por el otro.”(Orsi y Coriat, 2006, p.173).

La dificultad se encuentra en el equilibrio entre garantizar los incentivos para que estas inversiones necesarias y que promueven la innovación se realicen, y los límites al costo social que implica la protección otorgada a modo de restringir el acceso y conferir derechos a los titulares de las patentes. Los análisis sobre los determinantes de la ubicación de la inversión en I&D y el impacto que sobre ésta tienen los derechos de propiedad intelectual se indica como un factor para que las empresas multinacionales realicen inversiones en el caso de las economías desarrolladas, mientras que para los países en desarrollo las multinacionales ubican sus instalaciones de I&D en el extranjero y están más motivadas por adaptar productos y procesos a las condiciones de estos mercados (Sanyal, 2004).

Bessen y Meurer (2008) en trabajo “Patent Failure”, examinan las debilidades del sistema de patentes y sobre éste encuentran que si bien las patentes brindan incentivos para invertir en I&D en algunas industrias, se tornan inoperantes en otras, en tanto resultan en litigios y disputas cuyos costos pueden superar los beneficios derivados de la patente. Según estos autores,

“las patentes en realidad no proporcionan un derecho afirmativo para comercializar una invención; solo otorgan el derecho a excluir a otros de hacerlo. Esto puede parecer una diferencia intrascendente, pero tiene una importancia práctica: titulares de patentes pueden impedir que una invención patentada llegue al mercado” (Bessen & Meurer, 2008, p.4).

Hay una fuerte dicotomía entre estos dos aspectos, por un lado la I&D tendiente a generar nuevos conocimientos, nuevas aplicaciones e innovaciones, que se conciben como impulsoras del crecimiento económico y el bienestar. Por otro lado, se considera que la protección de resultados de I&D a través de derechos de propiedad genera limitaciones al conocimiento y los productos derivados del mismo y permiten el control monopólico en los mercados. Igualmente, se alude que el financiamiento privado que se encuentra en la búsqueda de mayor rentabilidad termina por conducir la expansión de determinadas ramas de producción para explotación comercial, mientras que abandonan otras que pueden ser socialmente deseables como bienes públicos, es decir, se termina imponiendo límites tanto a la velocidad como a la dirección del desarrollo tecnológico.

Las contradicciones del desarrollo están particularmente presentes en las discusiones sobre I&D en un contexto atravesado por la primacía de las finanzas, la importancia de la rentabilidad de corto plazo y que promueve la especulación de tipo financiero. A la vez que se tienen las dificultades generadas por este tipo de factores, con ampliación de la concentración en pocas empresas del poder para explotar ciertas innovaciones, también lo es que al mismo tiempo se han alcanzado los mayores desarrollos tecnológicos en ciertos campos como el de tecnologías de la información y las comunicaciones, biotecnología, nanotecnología, que han posibilitado la difusión de conocimiento así como su asimilación por diversidad de sectores para el mejoramiento productivo, el surgimiento de nuevos negocios, productos y servicios.

Sobre las estadísticas de derechos de propiedad intelectual, de acuerdo con el “World Corporate Top R&D Investors: Industrial Property Strategies in the Digital Economy”, que presenta estadísticas originales sobre los resultados de innovación de los principales inversores corporativos de I&D del mundo, “las empresas en la industria de la computación y electrónica son, con mucho, las más dependientes de los derechos de propiedad intelectual y representan alrededor de un tercio del total de las solicitudes de propiedad intelectual de los principales inversores en I&D. Otras industrias que hacen un uso intensivo de la propiedad intelectual incluyen, equipo de transporte, maquinaria y productos químicos. Así mismo, indica que los 250 principales inversores en I&D representan el 67% de las patentes y el 57% de los diseños, pero solo el 41% de las marcas registradas de todos los derechos de propiedad intelectual que corresponde a los principales inversores en I&D (Daiko T. et.al., 2017, p.5).

Sobre la relación financiarización, concentración de inversiones en ID y derechos de propiedad intelectual, Orsi y Coria (2006) plantean que la mercantilización de los derechos de propiedad intelectual ha sido una fuente importante de la complementariedad de los mercados financieros, proporcionando oportunidades para la especulación sobre el valor de los activos invisibles en nuevos mercados (p.162). Igualmente, establecen que la coexistencia de la formación de un nuevo régimen de la ley de propiedad intelectual y la creación de una alternativa dentro de las regulaciones del Nasdaq, ha permitido la

introducción en el mercado de valores de empresas no rentables cuyos activos estaban compuestos por derechos de propiedad intelectual(p. 169).

Si bien la literatura sobre financiarización corporativa tiende a señalar una mayor composición de activos financieros en las grandes empresas, así como la ampliación de pagos a accionistas y los trabajos de tipo empírico, encuentran una relación negativa entre esta tendencia y la inversión productiva, fundamentalmente en capital fijo, no son tan claras las relaciones a través de las cuáles se presenta esta relación de trade-of entre tipos de inversión y se continua sin explicar el crecimiento de las ganancias con caída en la tasa de inversión.

Orhaganzi (2018) considera que las “ganancias sin inversión” pueden ser explicadas en parte por el papel que pueden estar teniendo los intangibles de las compañías. Desde otros análisis, se plantea que al igual que las finanzas el sector productivo también extrae valor o rentas que explican un crecimiento casi sostenido de ganancias con caída en la inversión. Para Lazonick y Mazzucato (2012):

La financiarización de empresas no financieras tiene un efecto negativo en el largo plazo en la medida en que la valorización de acciones vía un aumento de devolución de capital con recompras, pagos de dividendos a accionistas, junto con el aumento de la deuda corporativa, termina por acentuar condiciones de extracción de valor y de concentración de capital, situación que baja la productividad, reduce salarios y con estos la demanda agregada y por tanto la propensión de inversión en la economía y por tanto menor crecimiento y acumulación. “Una de las décadas en las que el crecimiento se tornó más inteligente (innovación) - 1990 - fue en la que la desigualdad siguió aumentando. Para decirlo de otra manera, se ha creado valor (en la forma de nuevas tecnologías - como el Internet - y sectores como la nanotecnología), pero luego se extrajo y se distribuye a un pequeño porcentaje de los que han contribuido al proceso de creación de valor” (Lazonick & Mazzucato, 2012).

En la medida en que la innovación es tanto un proceso acumulativo como colectivo en un contexto financiarizado se reconoce un aspecto problemático que tiene que ver con la distribución de beneficios derivados del mismo. Aunque la apropiación de beneficios derivados de la innovación y la I&D, son un incentivo para que estas promuevan inversiones que fomenten estos procesos, también se cuestiona el que firmas puedan extraer valor de la economía producto del conocimiento generado públicamente, en muchos contextos con esfuerzos importantes de asignación de recursos por parte del Estado y pagado por las personas como en el caso de la formación de talento humano que

se ha dejado cada vez más en cabeza de las personas que deben recurrir al sector financiero para su financiamiento.

Paulré (2000), por ejemplo, concibe que en el capitalismo contemporáneo la financiarización es importante, pero se encuentra vinculada a otra lógica fundamental cual es la explotación y la valorización del conocimiento en sus diversas manifestaciones. Según Boyer (2013), los intangibles crean mecanismos de retroalimentación peligrosas entre los sectores financieros y no financieros, aumentan la volatilidad y la incertidumbre de la acumulación, y acentúan la fragilidad del sistema financiero como un todo. Para Vercellone (2013), la puesta en marcha de la valorización del capital y de las formas de propiedad, se apoya directamente sobre las privatizaciones de estas condiciones colectivas y sobre la transformación del conocimiento mismo en una mercancía y en un capital ficticio(p. 7).

4. Preguntas, objetivos y metodología de la investigación

Tal como se ha descrito en los capítulos previos, la FCNF o la financiarización y su entendimiento a nivel de las grandes empresas, se fundamenta en la crítica que se hace a la ideología de generación de valor para el accionista que se manifiesta en una gestión corporativa caracterizada por el creciente mantenimiento de activos financieros, el aumento de las operaciones de recompra de acciones y el pago de dividendos a accionistas, así como la idea de una generación de mayores rentas financieras por parte de las empresas frente a las rentas generadas de su actividad productiva de carácter no financiero.

Como se ha recalcado, una característica de estos trabajos ha sido su enfoque sobre la relación financiarización y las inversiones en capital fijo, evidenciando que ésta es negativa. En los trabajos con información a nivel de firma, se ha hecho énfasis en el gasto de capital y el stock de capital fijo (propiedad planta y equipo). Así mismo, tienden a concluir que hay indicios de un trade-off entre una mayor inversión en activos financieros y las inversiones de capital, como también una relación negativa entre las inversiones de capital y mayores pagos a accionistas.

A estos hechos se suelen complementar explicaciones relacionadas con el papel de los CEOs, que pueden estar motivando las operaciones de recompra para favorecer sus propios intereses y el activismo de los inversionistas institucionales que privilegian los beneficios de corto plazo en lo que se ha denominado como el capitalismo trimestral. De otra parte, las tendencias en el comportamiento empresarial financiarizado suscitan la pregunta sobre cómo se explica el crecimiento de ganancias que experimentan las grandes compañías con caída en la inversión, algo que Orhaganzi (2018) denomina como “ganancias sin inversión” y que atribuye al papel que pueden estar teniendo los intangibles de las compañías.

Sobre el particular, si se considera que en empresas de alta tecnología y bajo el concepto de economías basadas en conocimiento, un tipo de inversión altamente relevante debería ser la relacionada con I&D, podría estarse presentando un trade-off entre este tipo de

inversiones y las inversiones en capital fijo. Esta es una variable que conviene analizar en la medida en que la teoría de caída en la acumulación de capital fijo frente a inversiones financieras pierde consistencia si se considera que en las economías y empresas actuales cobran especial importancia las inversiones en conocimiento.

A partir de estas consideraciones y la revisión presentada en los capítulos precedentes, la tesis se estructura sobre los siguientes objetivos y preguntas de investigación.

4.1 Objetivos y preguntas de investigación

4.1.1 Objetivo general

Investigar la relación entre financiarización de grandes corporaciones no financieras y la inversión en I&D en las economías de Estados Unidos y Europa en el periodo 1980-2018 y 1990-2018, respectivamente.

4.1.2 Objetivos específicos

- Examinar el concepto, las tendencias en la FCNF y la forma como se instrumenta su manifestación en estas empresas teniendo en cuenta las inversiones en I&D
- Analizar la eventual relación entre la tendencia de FCNF y la inversión en I&D para los casos de contextos geográficos seleccionados.
- Esbozar las discusiones que plantea considerar la inversión en I&D alrededor de la literatura sobre la financiarización de grandes corporaciones y de la financiarización en el ámbito de la teoría de finanzas empresariales.

4.1.3 Preguntas de investigación

- ¿Las condiciones de financiarización corporativa fundamentadas en la crítica a la perspectiva de generación de valor para el accionista y las explicaciones analíticas de la misma respecto a los efectos negativos sobre la inversión, se presenta también al considerar las inversiones en I&D?

- En el caso de empresas intensivas que más invierten en I&D, ¿cómo se muestra la tendencia de la financiarización corporativa y qué tipo de implicaciones se derivan cuando se incluye en el análisis esta clase de inversiones?
- ¿De qué manera las inversiones en I&D pueden ayudar a explicar el crecimiento de las ganancias mientras cae la inversión en capital fijo?
- ¿Qué tipo de implicaciones expone el concepto de financiarización de grandes corporaciones para la teoría financiera de la empresa?

4.2 Metodología

La metodología para el desarrollo de la investigación se estructuró en dos componentes: el primero relacionado con la revisión de literatura relevante a efectos de la aproximación a los aspectos conceptuales y de estado del arte que son recogidos principalmente en los capítulos uno, dos y tres. El segundo componente tiene que ver con el uso, exploración y análisis de datos a partir de las bases de datos y fuentes consultadas.

4.2.1 Revisión de literatura

La revisión de literatura se centró en aquella que aborda la financiarización y específicamente su manifestación a nivel empresarial, así como literatura relevante sobre innovación, capital intangible y el financiamiento e inversión en I&D. Los términos usados en la búsqueda en bases de datos especializadas incluyeron los conceptos de financiarización, capital financiero, economías del conocimiento, recompra de acciones, compensación de CEOs, capitalismo financiarizado.

4.2.2 Uso de datos y análisis estadístico

El análisis estadístico tiene un enfoque exploratorio que, como se ha planteado antes, busca identificar algún tipo de relación entre la asignación que hacen las empresas a I&D y las variables asociadas a la financiarización en las grandes empresas. Este análisis se subdivide en dos aspectos. En primer lugar, el que tiene que ver con la recolección y análisis descriptivo de datos que permite soportar y documentar aspectos analizados en la investigación que se representan en gráficas y tablas de datos de construcción propia a partir de diferentes fuentes de datos. Y en segundo lugar, un ejercicio de estimación de

posibles correlaciones entre las variables analizadas que se desarrolla con el uso de información a nivel microeconómico, esto es, datos individuales de firmas. Si bien las inversiones en I&D pueden ser explicadas por múltiples factores institucionales, documentado por la abundante literatura existente sobre el tema, la perspectiva que aquí se adopta está enfocada en el análisis de variables de tipo financiero que dan cuenta de la asignación de recursos de financiamiento empresarial, bajo un marco teórico que busca explicar el concepto y características de la financiarización en el ámbito de las grandes corporaciones.

4.2.3 Fuentes de información y selección de muestra

Para el análisis propuesto se usa la información disponible en la base de datos Compustat North America que es una base de datos de información de mercado estadounidense que se considera cubre el 99% de la capitalización de mercado total de Estados Unidos y Compustat Global que incluye una cobertura de más del 96% de la capitalización del mercado del mercado europeo¹¹.

Para el caso de Estados Unidos, se consideran las empresas no financieras que se cotizan públicamente y para las cuales se tiene información disponible a nivel histórico a través de la base Compustat North American que es una base de datos de EE. UU y Canadá. Incluye las firmas no financieras de esta base de datos (Industry Format = INDL), y se excluyen las firmas financieras que bajo la clasificación industrial (Standard Industry Classification-SIC) están referidos a los códigos 6000-6799.

Para empresas de Europa, se usa la base de datos Compustat Global que proporciona información financiera y de mercado no estadounidense y no canadiense de compañías públicas de manera histórica desde 1987. Esta base captura los datos en la moneda local bajo la cual las empresas presentan su información financiera, de tal manera que, para efectos de convertir los datos a una unidad común (dólares de Estados Unidos), se utiliza

¹¹ <https://library.maastrichtuniversity.nl/collections/databases/compustat-global/>.

el archivo “Compustat Global Currency file” que brinda una serie temporal de los tipos de cambio entre monedas locales y USD que posibilita obtener cifras expresadas en una unidad uniforme.

Los datos que se usan tienen periodicidad anual (QTRYR) teniendo en cuenta el mes de fin de año fiscal (FYR) que posibilita analizar los datos sobre la base de un año fiscal en la medida en que las fechas de presentación de información financiera de las empresa que incluye la base de datos Compustat (DATADATA) corresponden a meses calendario que pueden ser distintos al mes de fin de año utilizado para efectos fiscales por cada empresa.

Los datos financieros a nivel de firma se toman consolidados, de la base de datos Compustat se usa la categoría Consol_C que indica que la información se encuentra a nivel consolidado para la firma respectiva. Para los valores monetarios, como se indicó antes, se expresan en una unidad común la cual es dólares americanos y se ajustan a precios de 2018 de manera que puedan ser comparables.

De las bases de datos indicadas, se seleccionó un subconjunto de empresas de interés con la característica de tener información disponible sobre inversión en I&D. Teniendo en cuenta que en el tiempo las empresas entran y salen por temas como fusiones, adquisiciones empresariales, liquidaciones, entre otras, no se tiene el mismo número de empresas en todos los momentos, por lo tanto se tienen dos paneles desbalanceados de datos anuales para empresas no financieras de Estados Unidos y Europa que se cotizan públicamente en la bolsa de valores para las cuales se cuenta con información en el periodo 1980-2018 para empresas de Estados Unidos y 1990-2018 para empresas de Europa.

En la recopilación de información para análisis descriptivo de datos necesarios, diferentes a los usados para el análisis de la muestra de empresas seleccionada, se usaron otras fuentes de información tales como: base de datos Statista , base de datos Boardex que contiene información de CEOs de empresas de Estados Unidos, base de datos Wharton. Boardex- compensación anual CEOs: USA y Europa, base de datos Thompson Reuters , Bloomberg, OECD Science and Technology Indicators, EU Industrial R&D Investment Scoreboard, Datos FMI, FRED- United States, FED-Financial Accounts of the United States

4.2.4 Variables de interés

Para el análisis propuesto sobre las relaciones existentes entre inversiones en I&D y financiarización empresarial, se hace énfasis tanto en la estructura de inversión como de financiamiento empresarial y en aquellas variables que son asociadas a la financiarización como pagos a accionistas asociados a los flujos de efectivo de las compañías. Las variables de interés se enuncian a continuación.

- **Recursos asignados a I&D y Capex:**

Retomando elementos de los trabajos empíricos previos y particularmente el estudio de Kim and Kim (2012) que incluye en su análisis los recursos relacionados con I&D, se consideran como variables asociadas con el comportamiento de la inversión, los recursos empresariales asignados a I&D y a inversiones de capital fijo (Capex). Los datos se analizan tanto en valores absolutos como en términos relativos expresados como Intensidad en I&D e intensidad en Capex.

La intensidad en inversiones en capital e I&D se suelen expresar como la relación de este tipo de inversión en términos relativos a los ingresos generados por la compañía. La intensidad en I&D es una medida usada como indicador de la actitud hacia las actividades de innovación (Michalos A.C., 2014). A nivel agregado, la intensidad en I&D es obtenida como la relación entre la inversión realizada en I&D y el producto interno bruto. A nivel empresarial es definida como la relación entre la inversión en I&D de la empresa y sus ingresos. Este es uno de los indicadores más utilizados a efectos de comparar la asignación de recursos hacia estas actividades. Al relativizar el gasto en I&D con relación a los ingresos se hace independiente del tamaño de la empresa y permite cierto grado de comparabilidad. Así mismo, la distribución de intensidades de I&D dentro de la industria permite ubicar a cada empresa en particular a la vez que los sectores también pueden ser diferenciados por su intensidad en I&D. Una característica de estas inversiones es que las empresas difieren en intensidad dependiendo del sector económico en el que se desenvuelve la compañía.

El interés de considerar también la intensidad de capital busca explorar si la tendencia a invertir mucho menos en capital físico favorece o se compensa con las inversiones en I&D. Para el caso de industrias intensivas en tecnología y de economías como la de Estados Unidos, existe la idea de un cambio caracterizado por una mayor intensidad en I&D y menor en Capex. También, desde algunas perspectivas, este tipo de inversiones presentan un grado importante de complementariedad en la medida en que la inversión en I&D requiere la adquisición de máquinas especiales y tecnologías sofisticadas que los mismos proyectos de desarrollo pueden requerir y que afectan positivamente el crecimiento (Teece, 1986; Helfat & Lieberman, 2002).

De la base de datos Compustat se usan las variables: Capital Expenditures, R&D Expenses y Sales/Turnover (Net) indicador de ingresos a efectos del cálculo de la intensidad en I&D y Capex. Se ha venido hablando de los recursos asignados a I&D como inversión. Al respecto es preciso aclarar que a nivel de información financiera empresarial, de acuerdo con disposiciones normativas contables por lo general los recursos asignados a investigación reciben denominación de gasto en el estado de resultados que se deducen antes de calcular la renta empresarial generada para un periodo determinado.

- **Pagos a accionistas**

Los pagos a accionistas que corresponden a las operaciones de recompra y el pago de dividendos es uno de los aspectos que en la literatura ha sido usado para explicar la financiarización a nivel corporativo. Los datos relacionados con la recompra de acciones y dividendos por empresa son tomados de la información financiera reportada por las compañías y que se encuentra registrada en la base de datos Compustat bajo las denominaciones:

- Purchase of Common and Preferred Stock de la base Compusta Estados Unidos, que incluye la compra que la misma compañía realiza de sus acciones tanto comunes como preferentes. Para las compañías de la base de datos global, se toma tanto la referencia de purchase of Common and Preferred Stock como purchase of treasury shares dos categorías usadas del estado de flujo de efectivo de acuerdo con el formato usado, correspondiente a recursos asignados para compra de acciones propias.
- Dividends Common/Ordinary - Dividends - Preferred/Preference que corresponden al pago de dividendos

En la generación de información financiera, el tratamiento de la recompra de acciones se reconoce como una disminución del valor del capital empresarial en la medida en que sustrae acciones en circulación. Se considera que al sustraer capital tienen un efecto negativo sobre la inversión. Por lo general se constituye una reserva para readquirir acciones de las utilidades retenidas aunque también se pueden realizar recompras apalancadas con deuda.

- **Activos financieros e intangibles**

Dentro de la categoría de inversiones financieras, se incluye el efectivo e inversiones de corto plazo, cuentas por cobrar y otras inversiones y avances que corresponden a inversiones de largo plazo mantenidas por la compañía con interés no controlante, éstas son recursos que se busca rentabilizar fuera de la compañía.

De acuerdo con Crotty (1992), bajo la perspectiva keynesiana, es la combinación de los supuestos de capital ilíquido y la incognoscibilidad del futuro lo que afecta profundamente el carácter de la teoría de la inversión. Si el capital fuera perfectamente líquido, haría poca diferencia si el futuro fuera desconocido, ya que los errores serían reversibles. Si el capital es ilíquido, pero se supone una previsión perfecta, la falta de liquidez puede no importar mucho. Sin embargo, en la teoría marxista, cuando la administración sobreinvierte, no podrá deshacerse de la carga financiera de sus errores (Crotty, 1992, p.15).

En el caso de las empresas no es posible establecer que todo lo que pueda denominarse activo financiero se encuentra desligado o afecta de manera negativa la actividad productiva a través de menores inversiones puesto que parte de estos activos pueden estar asociados a las operaciones corrientes. La dificultad radica en establecer el grado óptimo de la liquidez o activos altamente líquidos necesarios que se mantienen para las operaciones de negocios corrientes y hasta qué punto se está sacrificando inversión por preferencia de liquidez. Hay debate sobre si la liquidez mejora o por el contrario tiene efectos negativos sobre la I&D.

Aunque se considera que la alta liquidez puede estimular la inversión, también a medida que ésta aumenta lo hacen las posibilidades de especulación y su prevalencia sobre la empresa, alejando los recursos de la inversión productiva hacia otras alternativas. La capacidad de liquidar los reclamos de riqueza en cualquier momento es esencial para mejorar los incentivos para que los ahorradores compren acciones que representan bienes de capital existentes. El mecanismo de acumulación basado en decisiones autónomas relativas a la acumulación real y financiera sufre de una ambivalencia que es difícil de eliminar (Vicarelli, 1984, p. 134).

De la base de datos Compustat se utilizan las categorías: Cash and Short-Term Investments, Receivables Total, investment and advances other. Otra de las variables en la estructura de balance financiero de las grandes compañías es la categoría de intangibles. A efectos de analizar su relación con la inversión en I&D se incluye en el análisis el valor reconocido en las cuentas financieras correspondiente. Se usa la categoría de la base de datos compustat, Intangible Assets Total, y se discrimina lo correspondiente a Goodwill, incluido dentro de esta categoría. Estas categorías de activos se expresan en terminos relativos respecto a los activos totales.

En trabajos como el de Davis (2014) se normaliza los activos financieros por ingreso por ventas, no obstante si se quiere analizar composición entre capital fijo y este tipo de activos debe ser comparado con el tipo de bienes o estructura de bienes de los que dispone la compañía. La normalización por ventas aunque capta su dimensión en términos de ingresos no permite capturar un trade-off en composición de activos.

- **Estructura de capital y grado de apalancamiento**

En términos de estructura de capital, los datos descriptivos agregados para grandes empresas muestran el crecimiento en el índice de apalancamiento (relación deuda capital) que ubica las obligaciones con acreedores como fuente de financiamiento por encima del financiamiento vía capital. Como se discutió antes, desde algunas perspectivas se considera que las estructuras de financiamiento con mayor endeudamiento tienen efectos negativos sobre la inversión. La razón de apalancamiento se determina como la relación deuda/capital y se usan las variables Liabilities Total y Stockholders Equity Parent de la base de datos Compustat.

- **Deuda y flujos de efectivo**

Importa analizar la relación de la estructura de capital con el financiamiento de la inversión en relación con los flujos de efectivo que genera la compañía que le permiten honrar los compromisos de deuda adquiridos y la remuneración a accionistas. Como se indicó antes, la literatura empírica sobre los determinantes de la I&D por lo general hace énfasis en el financiamiento interno dadas las restricciones financieras que se suelen concebir sobre el uso de deuda para este tipo de inversiones. Mientras que los flujos de efectivo se suelen asociar positivamente, sobre la relación inversiones I&D y el endeudamiento no existe acuerdo. Se considera que el endeudamiento a largo plazo tiene una relación negativa, pero también algunas perspectivas establecen que en la medida en que la deuda puede proveer recursos para inversión la relación puede ser positiva.

La relación entre estructura de financiamiento y flujos fue planteada por Minsky quien creó una taxonomía de los perfiles de financiamiento de las empresas inversoras: que denominó como de cobertura, cuando se espera que los flujos de ingresos actuales esperados cubran los intereses y capital de obligaciones contraídas con un margen seguro; especulativo, en el caso en el que los flujos de ingresos cubren los intereses pero no son suficientes para cumplir con todas sus obligaciones contractuales en su fecha de vencimiento, a menos que los costos financieros disminuyan, los flujos de ingresos aumenten o que los activos puedan venderse a un precio mayor más adelante, en cuyo caso los ingresos serán suficientes para cubrir el capital y, Ponzi cuando los ingresos en el corto plazo son insuficientes para cubrir los pagos de intereses, por lo que la deuda aumenta y es necesaria más deuda para cubrir los pagos de intereses, en este tipo de estructura de financiamiento el desequilibrio entre ingresos y obligaciones genera altos riesgos financieros.

Los flujos de efectivo se caracterizan por cierto grado de incertidumbre en la medida en que dependen de la demanda por lo cual frente a un choque de caída de los ingresos, de acuerdo con Minsky, las posturas financieras pueden evolucionar desde una de cobertura

a posiciones especulativas o ponzi. Así, desde las reflexiones microeconómicas de Minsky, la fragilidad financiera es vista como endógena e inducida por las posiciones financieras especulativas de las empresas (Argitis, 2008, p. 77).

De acuerdo con Toporowski (2006), la mayor parte de la tesis de Minsky resulta ser un examen extendido de las consecuencias de los pasivos financieros sobre el comportamiento de inversión de las empresas. Sin embargo, para Minsky, la actividad de inversión no podía separarse del proceso de mercado, y esto, a su vez, estaba determinado por la estructura del mercado (Toporowski, 2006, p. 5). Los planteamientos de Minsky brindan un marco analítico que permite analizar las relaciones de la inversión con el financiamiento pero también con los flujos de efectivo generados por una empresa. De manera diferente a la teoría de empresa con fundamento en el empresario que toma decisiones de producción, para Minsky la noción de empresa se asimila a un balance de activos y pasivos que en materia contable lo que representa estos activos y pasivos es la relación inversión-financiación. Para Minsky, “una forma en que cada unidad económica puede caracterizarse es por su cartera: el conjunto de activos tangibles y financieros que posee y los pasivos financieros que debe” (Minsky 1975, 70).

A su vez, las ganancias son determinadas por la inversión, así los flujos de efectivo van a caer a medida que cae la inversión mientras que la reducción del flujo de efectivo hace que sea más difícil para las empresas liquidar sus compromisos financieros. Un aumento de la inversión con aumento del endeudamiento genera una expansión en el balance del sector corporativo tanto del lado del activo como del pasivo volviéndose el activo más líquido a medida que aumenta la inversión, por lo tanto, un auge de la inversión, ya sea financiado con crédito o con reservas propias de las empresas, distribuye liquidez alrededor de las empresas, por lo tanto, el determinante crucial de la fragilidad financiera es la distribución de esa liquidez, es el endeudamiento neto de las empresas individuales el indicador crítico de la fragilidad (Toporowski, 2006, p. 14).

Como indicadores de deuda y de flujos de efectivo se usan las siguientes variables de la base de datos Compustat: Long term Debt y Operating Activities – Net Cash Flow para empresas que reportan flujos de efectivo en formato 7 y Funds from Operations – Total, para las que reportan en formatos 2,3, y 5 de esta base.

- **Rendimiento neto sobre activos**

La ganancia es una variable que se considera relevante en las decisiones de inversión. A mayor rendimiento del capital se aumentará las ganancias por unidad de inversión (crecimiento) y aumentará los flujos de ganancias esperados en relación con los compromisos de flujo de efectivo para propietarios y acreedores (seguridad), esto eleva simultáneamente los niveles de crecimiento y seguridad asociados con cada nivel prospectivo de inversión (Crotty, 1992, p.17). Una alta tasa de rendimiento contribuye a una mayor confianza en las expectativas sobre inversión y por tanto a una mayor tasa de acumulación.

Dadas las particularidades de las actividades de I&D, cierta literatura que explora su relación con la rentabilidad tiende a plantear que los rendimientos de las firmas intensivas en I&D son bajos en el corto plazo pero tienden a ser altos o representar ganancias extraordinarias en el largo plazo (Chen, et. al, 2001). En relación con la inversión en capital físico se estima que las inversiones en I&D tienden a aumentar su beneficio marginal a la vez que disminuye su costo marginal de manera que estos dos efectos terminan por aumentar los rendimientos esperados y los altos rendimientos en el largo plazo de las empresas intensivas en I&D se acumulan a través de la mejora de la productividad promedio. En general, se tiene la idea que la I&D tiene una contribución positiva a la productividad y las ganancias de la empresa (Romer, 1990, Griliches, 1998, Cohen y Klepper 1996, Grossman and Helpman, 1991)

Si bien es común que se establezca una relación entre I&D y mejores desempeños de la compañía, se suele plantear la existencia de una causalidad bidireccional puesto que también se da el vínculo inverso, esto es, las rentabilidades generadas contribuyen a la asignación de recursos para este tipo de inversiones y la búsqueda de ganancias puede ser una motivación para la inversión en I&D y en general para la innovación. Desde esta perspectiva se considera que los tomadores de decisiones en la empresa al tener horizontes temporales más cortos, tenderán a reducir la I&D cuando los beneficios disminuyen o para mostrar unos beneficios mayores.

En terminos relativos se usa como indicador de rentabilidad el rendimiento neto generado por activos (Ingreso neto /total activos) que corresponde a las variables Compustat: Net income y Assets total.

- **Costo de la deuda**

En la medida en que el endeudamiento se haga más barato, las empresas se van a ver motivadas a contraer más deuda para su financiamiento. El financiamiento con deuda se ha favorecido por las bajas tasas de interés especialmente desde la crisis de 2008 que han sido mantenidas por la reserva Federal en Estados Unidos y otros bancos centrales de países desarrollados. En terminos relativos, esta variable se determina como la relación entre los intereses pagados en el año por cada una de las compañías y el promedio de la deuda de corto y largo plazo mantenida en el periodo. Se usa las variables de la base Compustat: Interest and Related Expense – Total, Debt in Current Liabilities – Total, Long-Term Debt – Total.

- **Diferenciación sectorial**

La intensidad en Inversiones en I&D presenta diferencias importantes entre sectores. Es mayor en aquellos intensivos en alta tecnología, industriales o el sector farmacéutico. Sobre esto, en el análisis del efecto de las condiciones de financiarización de CNF sobre las inversiones en I&D, se tendrán en cuenta el sector en el que es clasificada la actividad principal de la compañía. La base de datos Compustat permite diversas clasificaciones sectoriales. Se usa la clasificación sectorial según los códigos del Estándar de Clasificación Global de la Industria (GICS). Estos códigos son el resultado de una colaboración entre Standard & Poor's y Morgan Stanley Capital International y se basan en una jerarquía de sectores económicos, que se pueden dividir en grupos de industrias, industrias y subindustrias. Los grupos principales de industrias son: Energía, Materiales, industria, consumo discrecional, productos básicos de consumo, cuidado de la salud, tecnologías de la información, servicios de comunicación, servicios.

- **Diferenciación Geográfica**

Una pregunta que surge sobre la financiarización, su manifestación a nivel empresarial y los efectos que genera sobre la inversión, especialmente analizada para el caso de

Estados Unidos, es si se trata de una condición de las grandes firmas que se da de manera generalizada en los países desarrollados o si por el contrario responde más a la dinámica de las grandes firmas Norteamericanas.

Es conocido en la literatura de variedades de capitalismo la diferencia que se hace entre economías de libre mercado y economías de mercado coordinado en términos del análisis de aspectos institucionales y su coordinación que tienen que ver con el trabajo, capital, empresas y gobierno corporativo, sistemas nacionales de educación, entre otros. En el plano empresarial, en el caso de las economías de mercado se afirma, prima el divorcio entre la propiedad y el control a través de la importancia de la bolsa de valores, mientras que para el caso de las economías coordinadas hay un papel importante del sector bancario en el otorgamiento de financiamiento, negociación colectiva con trabajadores, así como un enfoque más allá de los temas de bolsa de valores como puede ser la inversión de largo plazo, la calidad de productos y la innovación.

Dentro de las economías que se clasifican como de mercado coordinado se suele indicar Alemania en la que la lógica de la financiarización puede no haber impregnado en gran manera el desenvolvimiento económico, no obstante, algunos estudios consideran que en este país se ha dado una apertura tardía a la lógica de la financiarización y los estándares internacionales de protección de los inversores y se señala que a pesar de los muchos recelos y retrasos, los principios de la financiarización comenzaron a filtrarse en Alemania desde los años 90 y especialmente desde 2000. En lo que concierne a la dirección corporativa se señala como los precursores de este cambio a los altos directivos jóvenes que habían adquirido experiencia de primera mano en los Estados Unidos o el Reino Unido (Berghoff, 2016, p. 94-95).

Se usan las variables de la base de datos Compustat:

- Current ISO Country Code – Incorporation: Este código de país de incorporación (CINC) identifica a todas las compañías en un país específico, el país en el que la compañía está constituida o registrada legalmente. Se utilizan los códigos de país establecidos por la Organización Internacional de Normalización (ISO).

- Geographic Area Region Codes by región: Este código describe amplias regiones geográficas.

- **Resumen de variables para análisis que se usan en las diferentes formas de exploración tanto en valores absolutos y como relativos**
 - Intensidad en I&D (IntID) = Gasto en I&D / Ingreso
 - Intensidad Capex (IntC) = Capex/Ingreso
 - Grado de apalancamiento (DC) = Total deuda/ Capital total
 - Endeudamiento LP (DebLP)= Deuda de LP/Activos totales
 - Rendimiento activos de capital (Rendactivos)= Ingreso neto /Activos totales
 - Activos Financieros (AF)= Activos financieros /Activos totales
 - Pagos netos a accionistas (Totalpay) =Dividendos + recompras/ Ingreso neto.
 - Rcompra de acciones (Rec) = recompra de acciones/Ingreso neto
 - Dividendos pagados (Div) = Dividendos pagados/Ingreso neto
 - Intangibles = Intangibles/ Activos totales
 - Goodwill relativo= Goodwill/ Activos totales
 - Ingreso
 - Total Activos

4.2.5 Análisis de datos

El trabajo estadístico sobre la muestra seleccionada se realiza en diferentes vías. La exploración descriptiva incluye un proceso de depuración de datos, el análisis del comportamiento temporal de las variables y técnicas multivariantes de interdependencia mediante el análisis factorial, en este caso se trabaja con un análisis de Componentes Principales (PCA, por sus siglas en ingles), y clúster para observar relaciones en el comportamiento de las variables por grupos de empresas. La exploración se hace tanto con variables relativas como con valores absolutos teniendo en cuenta que los valores relativos permiten comparar entre empresas pero en casos como el de asignaciones de recursos a I&D es necesario complementarlos con el análisis de valores absolutos a efectos de considerar la dimensión de los mismos.

El método de PCA es empleado en los análisis exploratorios de datos (Análisis factorial). Tiene por objeto transformar un conjunto de variables en un nuevo conjunto de variables denominadas componentes principales cuya característica es estar incorrelacionadas entre sí. Junto con el análisis de componentes principales, se incluye otra de las técnicas de análisis multivariante cuál es el análisis de clúster (AC), cuyo principal propósito es agrupar y clasificar un conjunto de observaciones en conglomerados que tendrán un alto grado de homogeneidad interna y alta varianza entre grupos. Teniendo en cuenta que en el análisis de empresas se busca analizar variables que puedan describir comportamiento de empresas asociados con lo que se ha definido como financiarización empresarial y sus manifestaciones en la inversión, este tipo de análisis se torna útil para identificar si dentro de cierto grupo de empresas las variables involucradas tienen un comportamiento común que define al grupo en particular.

Aunque se considera que el mecanismo de estas dos técnicas es diferente, puesto que el PCA pretende encontrar una representación de los datos en pocas dimensiones que expliquen gran parte de la varianza y el método de clúster se aplica con el fin de encontrar grupos homogéneos de observaciones; es común que se aplique PCA antes del uso de algoritmos de agrupamiento como k-means por cuanto se considera que mejora la práctica de agrupamiento. Ding y He (2004) explican la conexión entre estos métodos, “la reducción de la dimensión PCA realiza automáticamente la agrupación de datos de acuerdo con la función objetivo de Kmeans. Esto proporciona una justificación importante de la reducción de datos basada en PCA” (p.1). Para el análisis se usa el paquete FactoMineR, de R, se determina el PCA en función del conjunto de variables considerando seleccionando el número de dimensiones a retener en la salida especificando el argumento ncp. Posteriormente, se selecciona el número de dimensiones a tener en cuenta en la segmentación. A través del método del codo se determina el número óptimo de grupos y el clustering se realiza a través de la función k-means.

Así mismo, dentro del análisis descriptivo se analiza el comportamiento de variables para una submuestra de empresas en el periodo 2000-2018, teniendo en cuenta que es a partir de 2000 cuando se acentúan los pagos a accionistas. Esta submuestra se analiza

diferenciando dos grupos: el de mayores y menores pagos a accionistas teniendo en cuenta su ubicación respecto a la media de la muestra.

Teniendo en cuenta que en la muestra general las empresas no son permanentes durante todo el periodo considerado, a efectos de analizar el comportamiento de un conjunto permanente de firmas, también se aplica el análisis de clúster para empresas activas en 2018 y que se mantuvieron durante los últimos diez años, esto es 2008-2018.

El tomar subgrupos de la base de información y utilizar diferentes formas de análisis se realiza con el fin de explorar de diferentes maneras el comportamiento de las variables involucradas, esto es, diferenciando por tamaño, por sector, por un conjunto de firmas que se mantienen en un intervalo de tiempo, por las firmas de mayores pagos a accionistas.

Como complemento al análisis estadístico descriptivo y como una posibilidad de análisis práctico para dar cuenta de las relaciones y asociaciones que se exploran, sin que se quiera establecer algún tipo de causalidad estricta o pronóstico, se realiza una estimación econométrica de datos panel a efectos de analizar una posible correlación entre la variable I&D y las variables que suelen asociarse a la financiarización y que se han venido discutiendo a lo largo de la tesis. Estas estimaciones se realizan sobre un modelo econométrico de datos panel desbalanceado. Para los datos panel, puede darse dos tipos de estimaciones: modelo de efectos aleatorios y modelo de efectos fijos. El modelo de efectos aleatorios asume que la heterogeneidad de cada firma (capacidad del gerente, motivación, etc.), no está correlacionada con el término de error del modelo, es decir que el componente idiosincrático no esté correlacionado con el error. En contraposición, el modelo panel de efectos fijos permite tener en cuenta esas heterogeneidades individuales entre firmas. Adicionalmente, en términos estadísticos para decidir entre un modelo de efectos fijos o aleatorios se corrió un test de Hausman donde la hipótesis nula es que el modelo preferido son los efectos aleatorios frente al modelo de efectos fijos (Wooldridge, 2008, capítulo 9). El test de Hausman indica que si el p-valor es significativo ($p < 0.05$) entonces se usa el modelo de efectos fijos, si no, aleatorios. Esta prueba se realizó para la selección de efectos fijos. La ventaja de este tipo de modelo es que controla por el tiempo en que permanece la firma teniendo en cuenta que las firmas pueden no mantenerse durante todo el periodo de análisis. Una limitación de este tipo de modelos de efectos fijos es que involucra como supuesto que hay relativa estabilidad a lo largo del

tiempo en las decisiones propias de cada firma (heterogeneidad), hay dificultad en capturar, por ejemplo, los efectos diferenciales causados en firmas que presentan operaciones empresariales como fusiones, adquisiciones. Una manera en que se intenta mitigar esto es controlando por sector de la firma, asumiendo que estos comportamientos pueden estar asociados también al tipo de sector y también controlando por el tamaño de la empresa.

En el análisis estadístico se utiliza el software R que se caracteriza por su flexibilidad en procesamiento y manipulación de datos.

5. Análisis estadístico y estimación econométrica

5.1 Análisis descriptivo de datos

En la preparación de datos, previo al análisis se identificaron valores extremos o atípicos. Teniendo en cuenta que se trata de información financiera reportada por las empresas en sus informes anuales y que ésta tiene carácter y validez legal, los valores atípicos pueden obedecer especialmente a la heterogeneidad intrínseca de los datos de cada empresa.

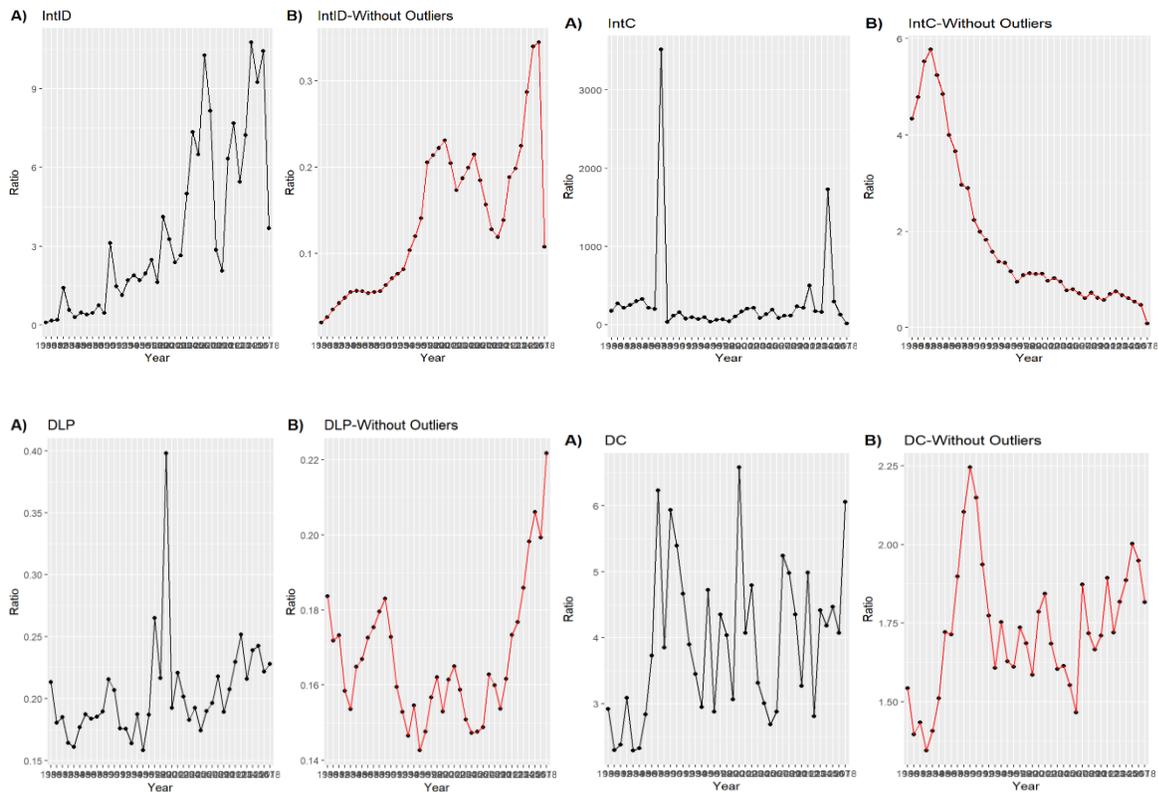
Teniendo en cuenta la dificultad de captura y reporte en la información financiera de los recursos asignados a I&D, esta variable presenta datos vacíos para empresas en el tiempo lo que reduce sustancialmente la base de datos por valores nulos. La base de Estados Unidos (panel A) incluye 350.792 registros, cada registro corresponde a la información de una empresa en un tiempo determinado. Al quitar los valores nulos y dejar solo registros que tienen dato para I&D, la base queda reducida a 115.655 observaciones. Para el panel B de empresas con registro de incorporación en países Europeos, se parte de una base de 80.758 registros y después de valores nulos 22.046. Para las variables involucradas, la dimensión de valores nulos se muestra en las figuras A.1 y A.2 en sección de anexos estadísticos.

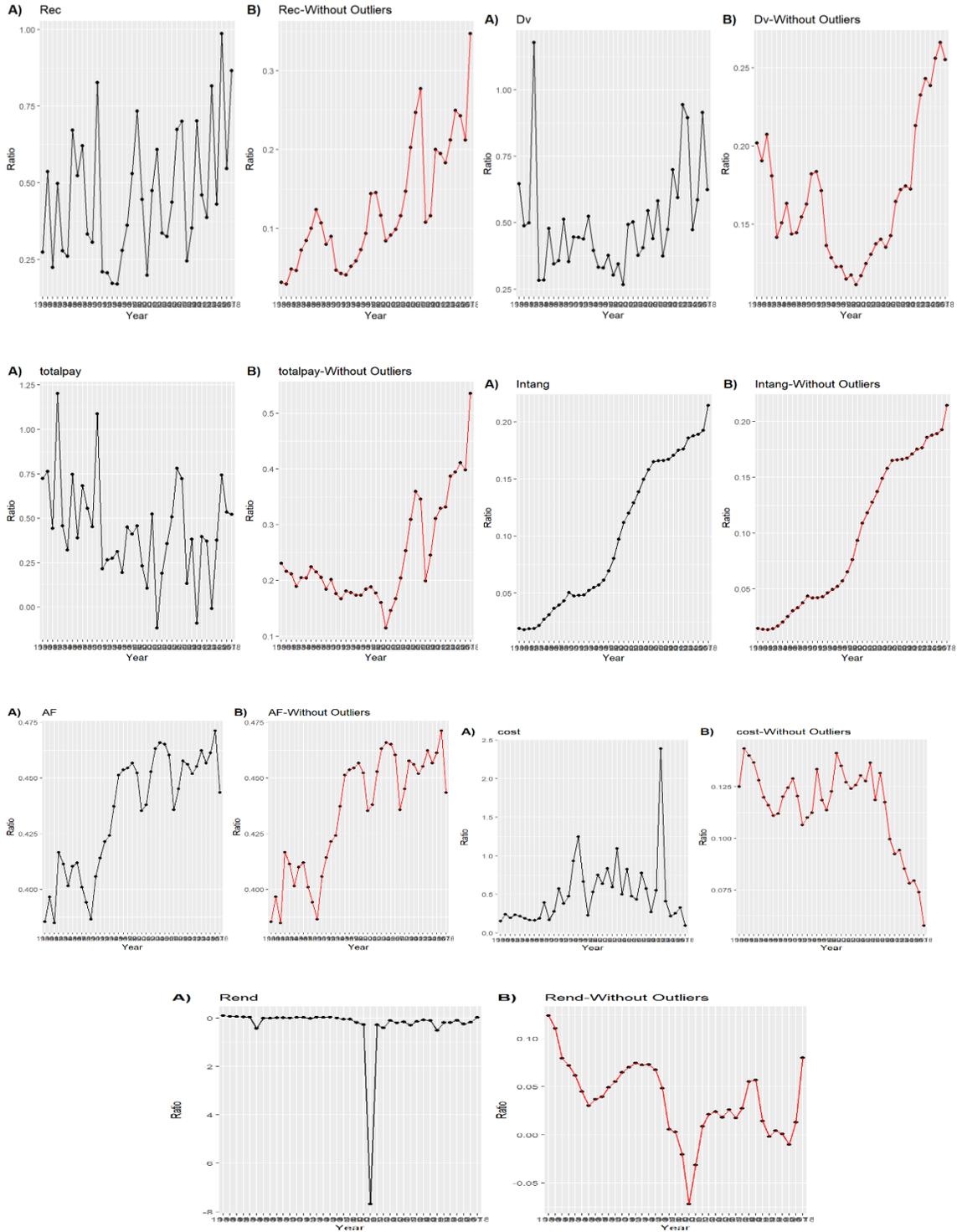
Es una característica que dada la diversidad de empresas, sea alta la dispersión. Así mismo, como se ha indicado en apartes previos, la inversión en I&D es realizada por algunas compañías mientras que esta no se encuentra presente en otras y es particularmente alta en sectores intensivos en tecnología de manera que explica la alta presencia de asimetría, alta kurtosis y desviación estándar en el indicador relativo de Intensidad en I&D. Inicialmente los valores de I&D tienen un promedio de 3,467 que nos permite identificar la influencia de valores extremos, esto se refuerza al ver que el mínimo valor de I&D del 5% de los valores más altos es de 2.18 mientras que el máximo valor es de 25,684, lo cual es una brecha bastante alta en un 5% de información. Como medida de ajuste frente a valores extremos, en la construcción de la series se ajustan a la media valores inferiores al percentil 5, y valores mayores al percentil 95.

5.1.1 Tendencia promedio de variables

A nivel de promedios, para el panel A, se confirma lo que se ha venido señalando en la literatura de una caída importante en la intensidad de las inversiones en capital fijo, así como el aumento del endeudamiento, la recompra de acciones y pago de dividendos especialmente desde 2000 y después de la crisis de 2008 cuando se acentuó tanto el endeudamiento como los pagos a accionistas. Así mismo, en la estructura de inversión de las compañías es notorio el crecimiento de la participación de activos intangibles y en el caso de los activos financieros en el agregado se presenta una tendencia creciente que es marcada por dos sectores en particular, el sector salud (empresas farmacéuticas) y el sector de tecnologías de información (Figura 8).

Figura 8. Tendencia promedio anual de variables con y sin datos extremos-panel A (1980-2018)



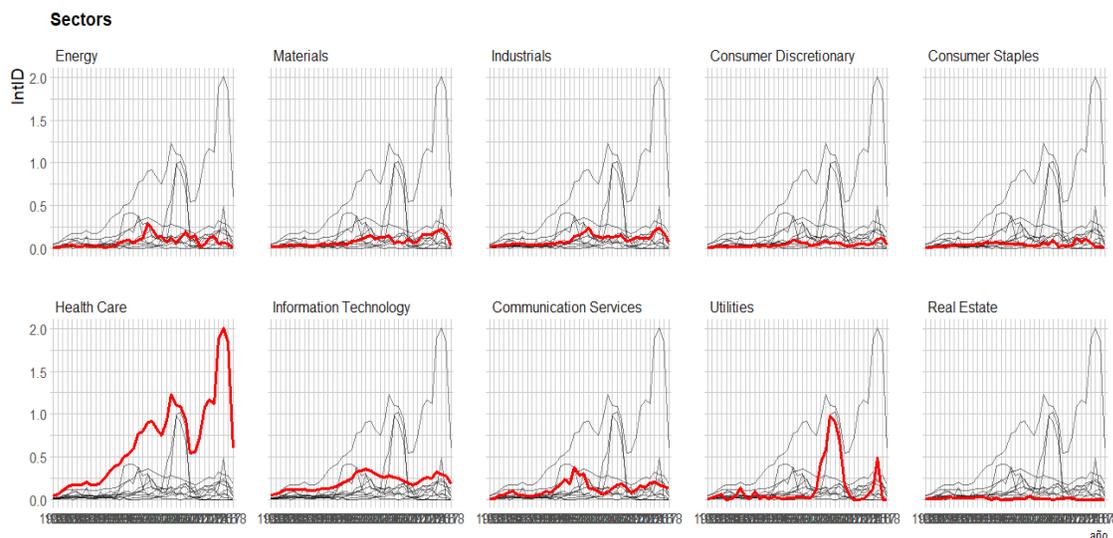


* Eje y: ratio de la variable, eje X: año

Fuente: Construcción Propia –Proceso de muestra base de datos Compustat USA

En promedio se observa una tendencia de relativo crecimiento de intensidad en I&D con variaciones en el tiempo y en especial una caída notoria asociada a la crisis de 2008 con recuperación en el año 2012. Así mismo, se confirma lo que los datos estadísticos a nivel general muestran sobre estas inversiones y es que los sectores salud (Gic sector 35) y tecnologías de la información (Gic sector 45) son los que presentan mayor intensidad en I&D. Particularmente el sector salud para esta variable representa parte importante de valores extremos en IntID para ciertas empresas-tiempo (Figura 9). Para la muestra, también el promedio de activos financieros e intangibles es superior para estos dos sectores.

Figura 9. Tendencia intensidad en I&D (IntID) sectorial-panel A

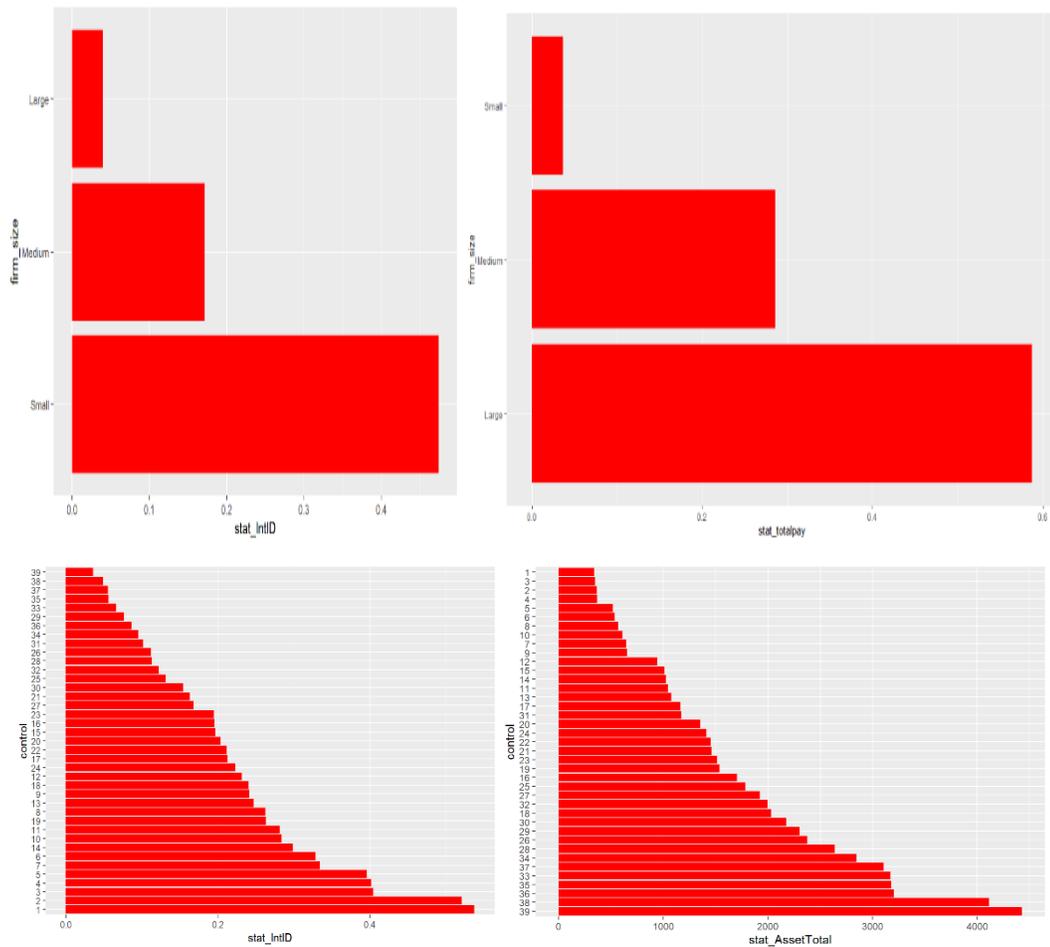


Fuente: Construcción Propia – Proceso de muestra base de datos Compustat USA

Considerando que el tamaño de las firmas es relevante y aunque todas las compañías de la muestra son empresas que se cotizan públicamente en la bolsa de valores, estas se clasifican en 3 grupos de acuerdo con la distribución del valor de activos totales por año. Se clasifican como pequeñas las que se encuentran por debajo del 25% de la distribución, empresas medianas entre el 25% y 75% y las grandes por encima del 75% de la distribución. Sobre el tamaño de las firmas se encuentra que las firmas pequeñas presentan mayor intensidad en I&D en promedio.

Aunque se conoce de la literatura que las firmas más grandes representan alrededor del 95% de los recursos empresariales asignados a I&D, en términos relativos, tal como está construido el indicador, esto es, recursos asignados a I&D frente a ingresos de la compañía, este ratio termina siendo inferior en las compañías de mayor tamaño, es decir, que en términos de esfuerzo de asignación de recursos en estas actividades es superior el realizado por empresas de menor tamaño. Esto es igualmente cierto para las inversiones en capital fijo. Contario sucede con los pagos a accionistas (totalpay) relativos a ingreso neto donde se muestran en promedio mayores para las compañías clasificadas como grandes (Figura 10).

Figura 10. Tamaño de la firma, Intensidad en I&D y pagos a accionistas por tamaño de la firma- panel A



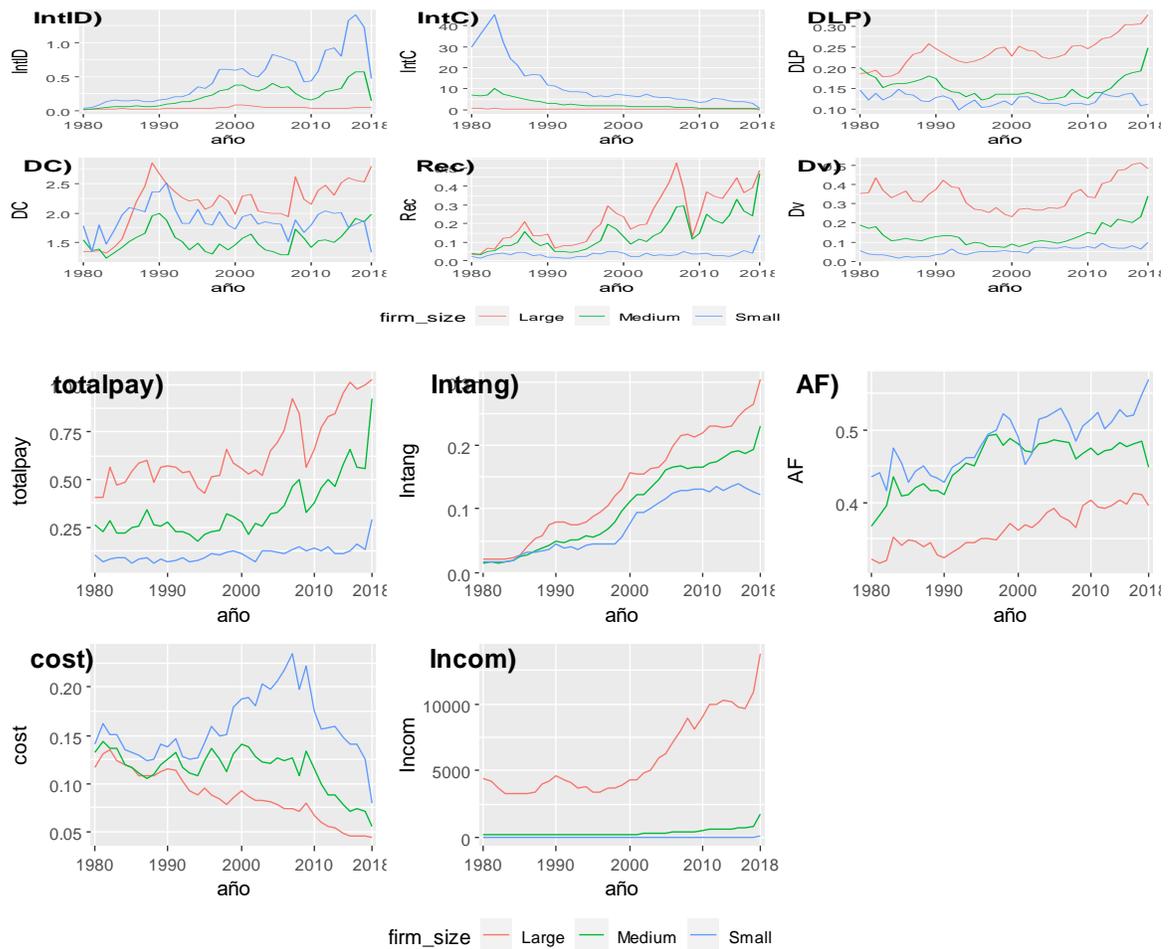
Fuente: Construcción Propia – Proceso de muestra base de datos Compustat USA

A partir de introducir una variable de control de los años de la compañía, referida al tiempo (años) que permanece activa en la muestra de análisis tomada de la base de datos Compustat (proxy de “edad de la firma”), se observa que a medida que aumentan los años, disminuye la intensidad en I&D promedio a la vez que a mayores años de la empresa aumenta el promedio de activos totales poseídos. En este sentido, pareciera existir una relación entre el número de años de la firma y la intensidad en I&D, siendo más fuerte en empresas jóvenes mientras que en grandes, aunque son muy superiores las asignaciones de recursos en términos absolutos, la intensidad es menor tanto en I&D como en capital fijo. Esto podría dar algún tipo de indicio sobre la hipótesis de la aplicación de recursos a otro tipo de inversiones como las financieras o a la liberación de efectivo que las grandes compañías venían haciendo para pagos a accionistas.

En la distribución de las variables por tamaño, se observa algunos de los hechos que se han venido comentando tal es la concentración del mayor pago a accionistas a través de dividendos y recompras en las empresas más grandes, en este caso, en el grupo que corresponde al 75% superior de la distribución de empresas-tiempo con mayor valor de activos totales. Las estadísticas de recompra muestran que estas se encuentran en el 75% superior de la distribución de los datos de la variable y por encima del percentil 95 con amplios valores extremos (Figura 11).

La tendencia en el tiempo de las variables relativas por tamaño de firma muestra que mientras las firmas de menor tamaño se tornan más intensivas en I&D e inversiones en capital fijo, el crecimiento del endeudamiento y una mayor participación de este en la estructura de capital de las firmas se ha dado especialmente en las grandes firmas, así como el pago a accionistas e intangibles (Figura 11).

Figura 11. Comportamiento de variables relativas por tamaño de firma panel A



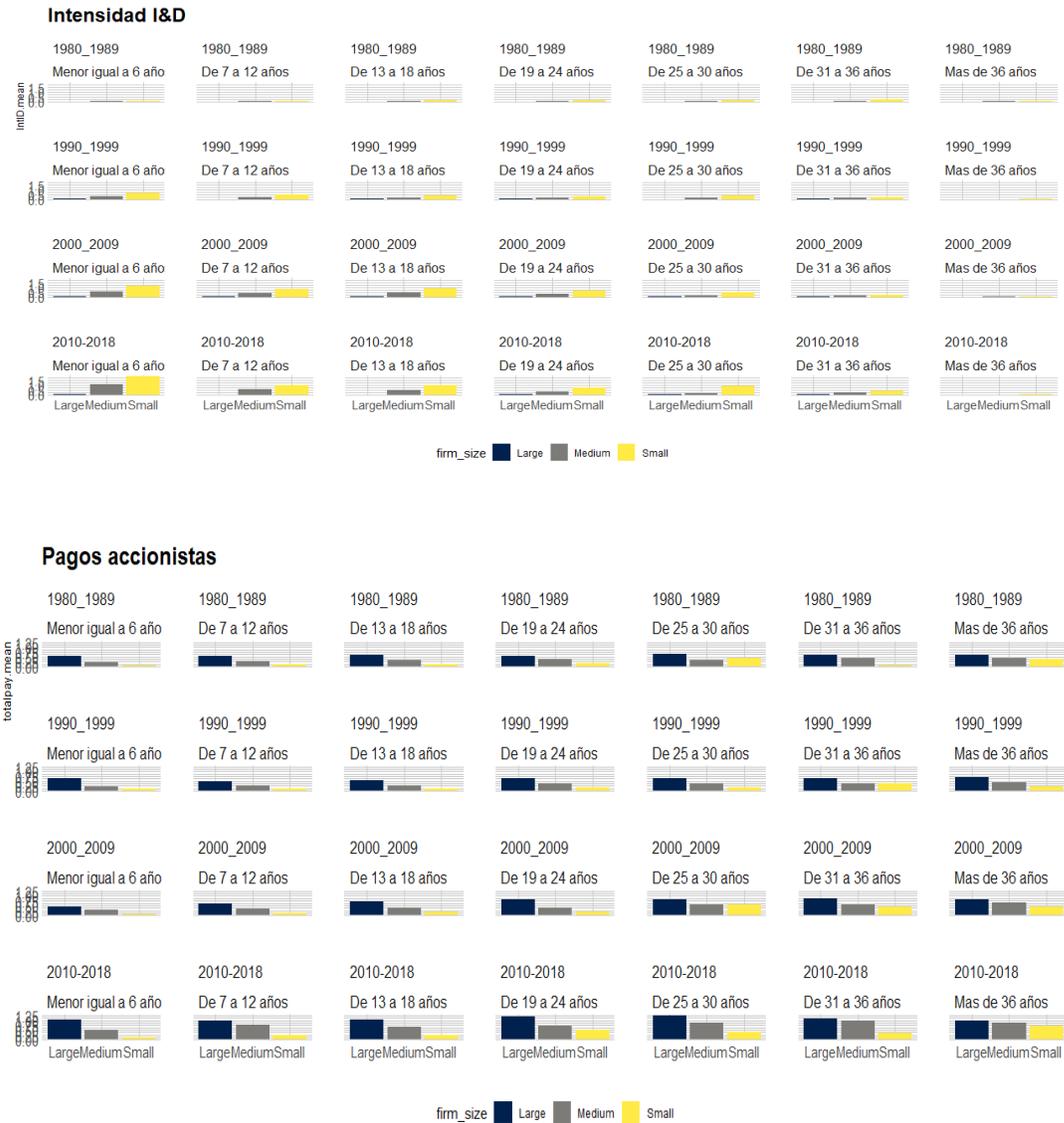
Fuente: Construcción Propia –Proceso a partir de muestra base de datos Compustat USA

Parece que para una misma variable puede haber una tendencia común para empresas grandes, medianas y pequeñas, el co-movimiento puede deberse a que los tipos de empresa que son objeto del estudio están sujetas a choques comunes en la medida en que todas cotizan en bolsa.

Analizando los datos agrupados por décadas, tamaño de la firma y la proxy de edad por los años en los que la firma aparece en la muestra como activa, se observa que las firmas de menor tamaño son más intensivas en I&D en cada intervalo de tiempo. Así mismo, las firmas con mayor número de años se hacen menos intensivas, esto puede estar asociado al crecimiento diferencial en el volumen de ingresos capturado y acumulación de activos de las firmas con larga trayectoria. En el caso de la inversión de capital fijo, se confirma que desde la década del 90 empieza a caer la intensidad para todos los tipos de firmas, mientras que los

pagos a accionistas por tamaño de empresas y la proxy del número de años igual muestran que relativamente las empresas clasificadas como de mayor tamaño tienen pagos a accionistas superiores (Figura 12).

Figura 12. Inversiones en I&D y pagos a accionistas por tamaño de firma, décadas y edad de la firma- panel A

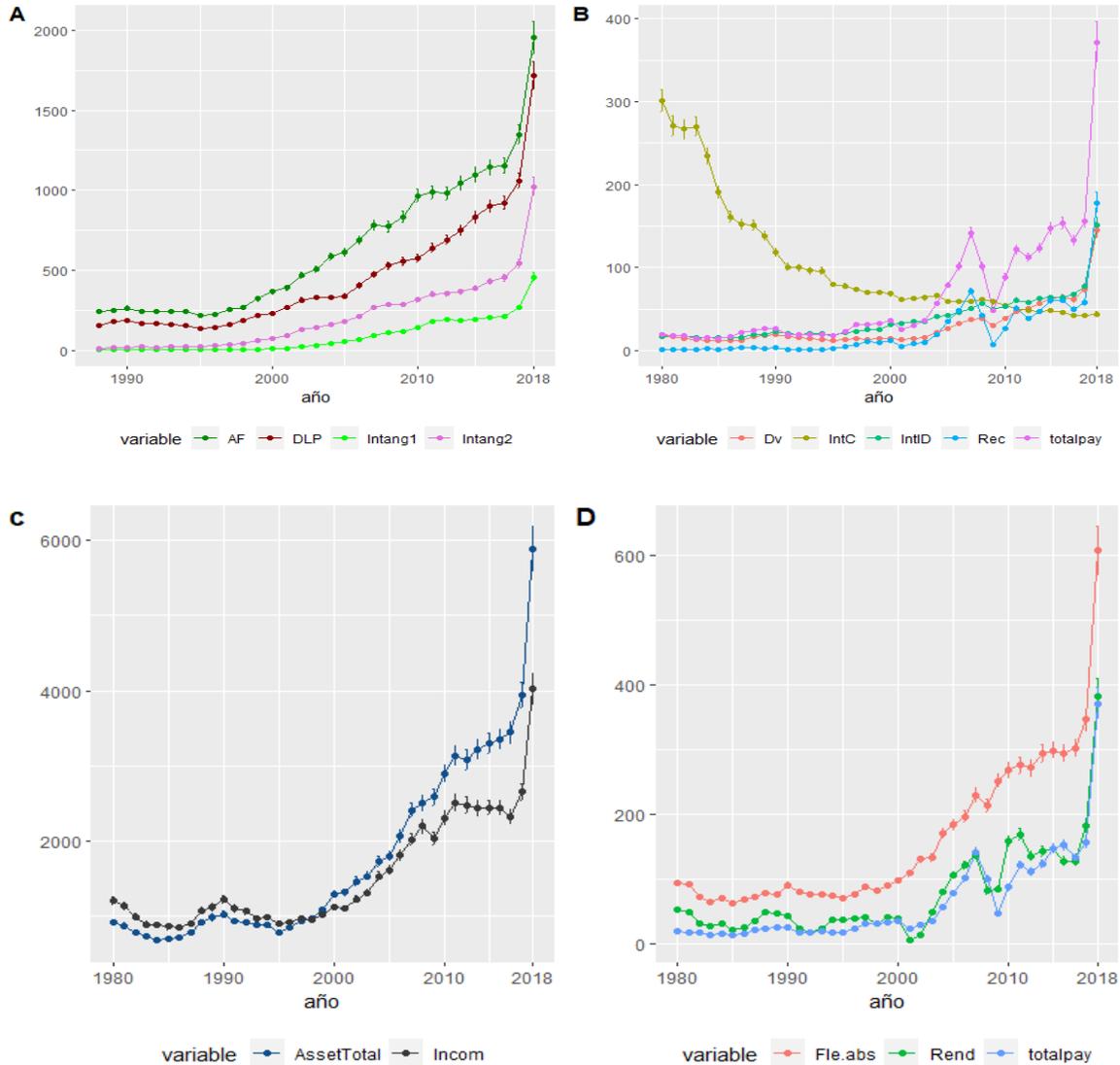


Fuente: Construcción Propia –Proceso a partir de muestra base de datos Compustat USA

Por lo general las estadísticas de inversiones en I&D que se presentan en la literatura a nivel empresarial resaltan el que éstas se concentren en las grandes empresas, así mismo, se plantea que en empresas de mayor tamaño la inversión en I&D es más productiva. Dada esta diferencia que se presenta, que en términos absolutos son las grandes compañías con capacidad financiera las que más recursos asignan versus la intensidad en I&D que es mayor en las empresas de menor tamaño, a continuación, a modo de análisis descriptivo se explora la tendencia de las variables en valores absolutos.

En la Figura 13 en valores absolutos (a precios reales de 2018), se observa la misma tendencia promedio general de las variables en términos relativos: una caída importante en las inversiones en capital fijo, tendencia creciente de inversión en I&D, mayor endeudamiento, mantenimiento de activos financieros y el particular crecimiento de intangibles. Adicionalmente, permite dimensionar de mejor manera la asignación promedio de recursos monetarios de acuerdo con la información contenida en reportes financieros de las firmas. En esta figura, el componente A muestra la tendencia promedio de las variables stock que se han involucrado en el análisis, activos financieros, deuda de largo plazo, las cuales muestran una tendencia muy similar así como la tendencia creciente de intangibles a partir de 2000, siendo más significativa la parte correspondiente a Goodwill (intang2). El componente B de la figura corresponde a las variables flujo que se asocian con el uso de los flujos de efectivo por parte de las compañías. En esta se observa la fuerte caída experimentada por las inversiones de capital, mientras que el total pagado a accionistas se encuentra por encima del valor promedio asignado a inversiones en I&D. La tendencia creciente de recompras (Rec) y dividendos (Dv) se empieza a dar después de 2000. El componente D muestra que una fracción importante del ingreso neto generado ha sido equivalente a los pagos realizados a accionistas. Y el componente C muestra la tendencia del valor promedio de Ingresos de las compañías, y la acumulación de activos totales, con una pendiente empinada en 2018 cuando parecía ir muy bien la recuperación económica.

Figura 13. Tendencia promedio de variables en valores absolutos panel A 1980-2018



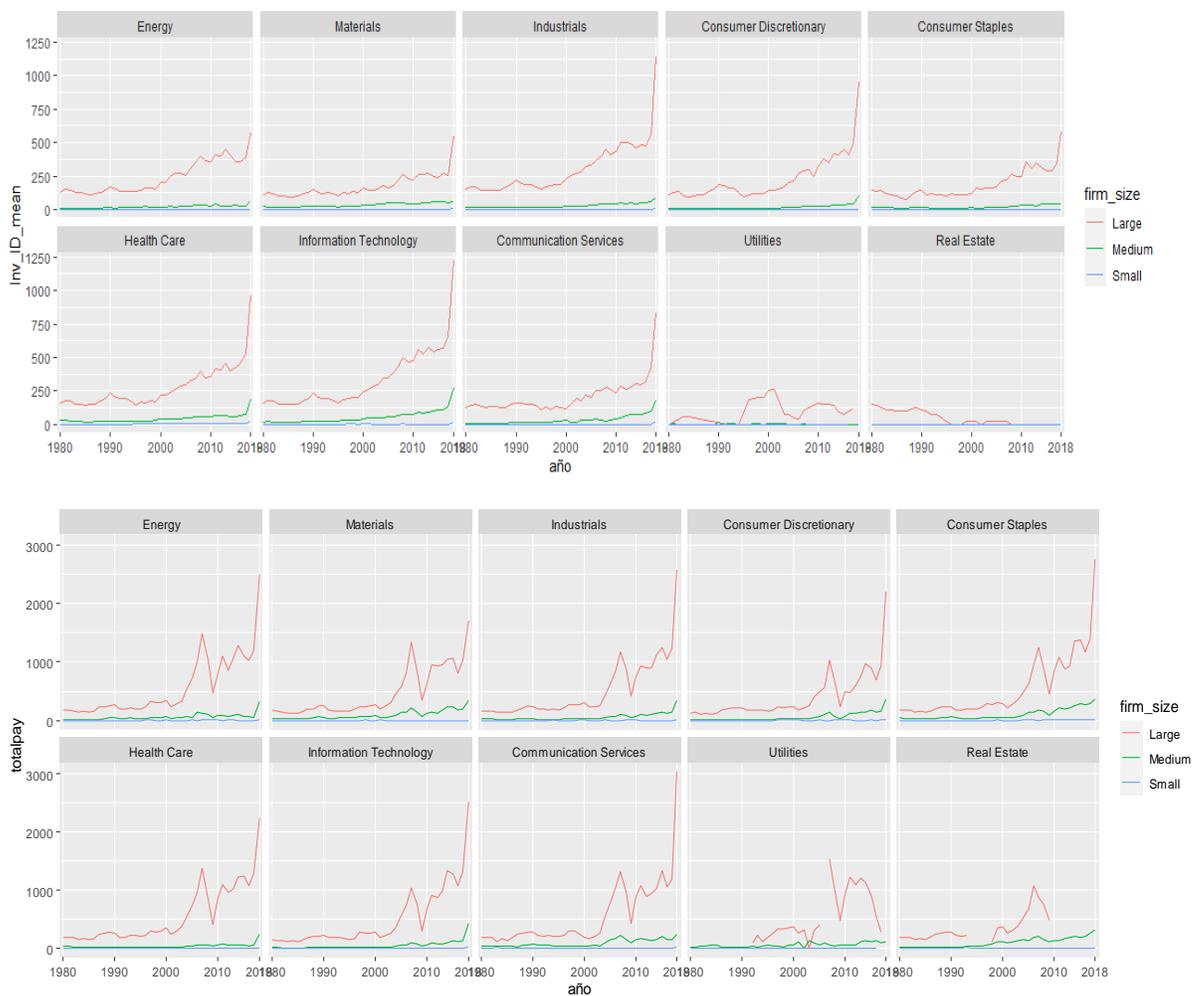
Fuente: Construcción Propia –Proceso de muestra base de datos Compustat USA

El comportamiento de las inversiones en I+D promedio anual y por tamaño de la empresa, muestra que dada su capacidad, son las grandes empresas las que en promedio asignan más recursos absolutos a estas actividades. No significa esto que haya contradicción con lo mostrado antes, sino que las grandes empresas pese a que puedan asignar importantes recursos terminan siendo menos intensivas, ya sea porque ganan en productividad, porque los recursos que destinan a I+D son suficientes y no ven necesidad de mayores

asignaciones o porque usan recursos en otro tipo de inversiones diferentes a I&D e inversiones de capital.

La dimensión de recursos empleados en pagos a accionistas respecto a las inversiones absolutas en I&D se observa en la Figura 14 que muestra la media de recursos de acuerdo con tamaño de firma y sector. En todos los sectores sin distinción, en promedio, hasta 2018 se venía realizando una mayor asignación de recursos al pago de dividendos y recompras superando los recursos asignados en I&D.

Figura 14. Promedio inversiones en I&D y pago a accionistas por sector y tamaño de firma-panel A



Fuente: Construcción Propia –Proceso de muestra base de datos Compustat USA

Diferenciando por sectores no financieros, las empresas con más recompras en términos de valores absolutos corresponden a aquellas del sector tecnologías de la información

(26%), sector salud (16%), consumo discrecional (14%), sector industrial (13%), sector de productos básicos de consumo (11%). Estos sectores representan alrededor de 80% de recompras efectuadas por el grupo de empresas consideradas en el panel A. En cuanto a los sectores que hicieron más recompras del grupo de empresas pertenecientes al panel B, corresponden al sector industrial (13,4%), consumo discrecional (14%) y de servicios de comunicación (14,7) y cuidado de la salud (13,9) que totalizan aproximadamente el 56% del valor total de recompras realizadas en el periodo considerado. En los párrafos previos se ha comentado el análisis descriptivo de las variables de interés para el panel A. El resumen estadístico de estas variables se muestra en la tabla 3.

Tabla 3. Resumen estadístico panel A

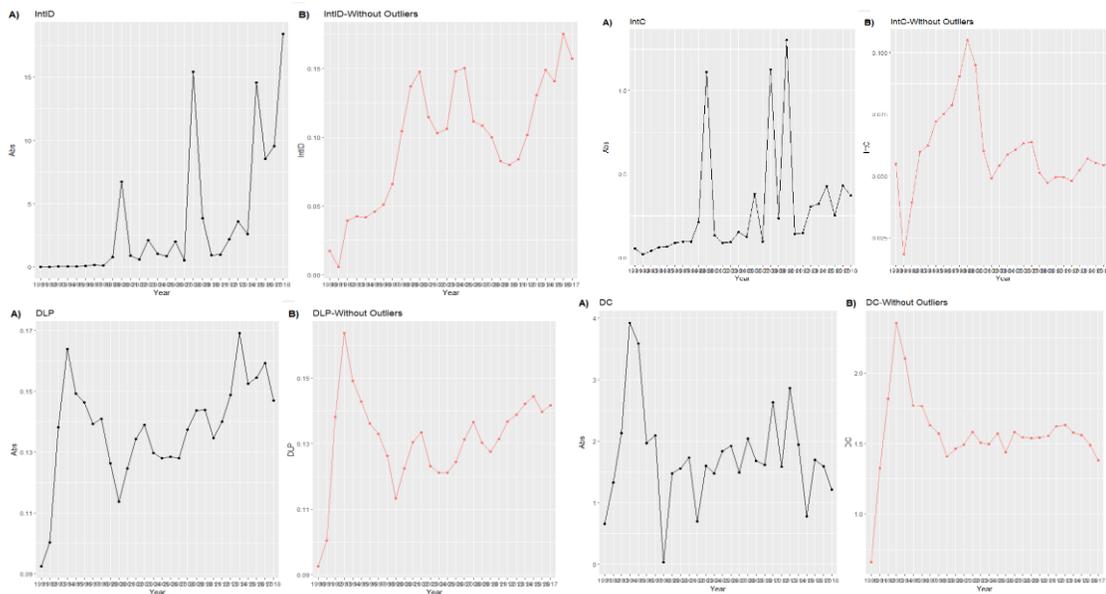
Descriptive Statistics								
	N	Mean	Std. dev.	Min.	25 %	Median	75 %	Max.
IntID	115,655	0.243	0.715	0.000	0.003	0.033	0.136	7.207
IntC	115,655	4.137	15.785	0.000	0.002	0.038	0.659	198.312
DLP	115,329	0.164	0.198	0.000	0.001	0.091	0.260	1.191
DC	115,295	1.773	2.255	0.000	0.422	0.983	1.986	14.876
Rend	115,650	-0.605	2.157	-18.766	-0.155	0.018	0.069	1.177
Rec	107,326	0.133	0.333	-0.030	0.000	0.000	0.033	2.881
Dv	114,450	0.160	0.313	-0.370	0.000	0.000	0.189	2.372
totalpay	106,359	0.347	0.617	-0.408	0.000	0.010	0.440	4.932
Intang	104,183	0.105	0.163	-0.001	0.000	0.023	0.147	0.998
AF	102,220	0.445	0.253	-0.169	0.248	0.405	0.627	1.469
cost	92,690	0.118	0.112	-0.045	0.058	0.088	0.128	0.917
AssetTotal	115,637	1,761.621	4,681.642	0.000	25.255	135.468	896.389	50,124.000
Incom	115,655	1,559.969	3,794.248	-37.520	19.817	124.419	868.506	33,696.812
Tipfin	115,622	0.803	1.321	0.000	0.000	0.000	3.000	4.000
acum_year_firm	115,655	8.754	7.692	1.000	3.000	6.000	12.000	39.000
control	115,655	16.509	10.469	1.000	8.000	15.000	23.000	39.000

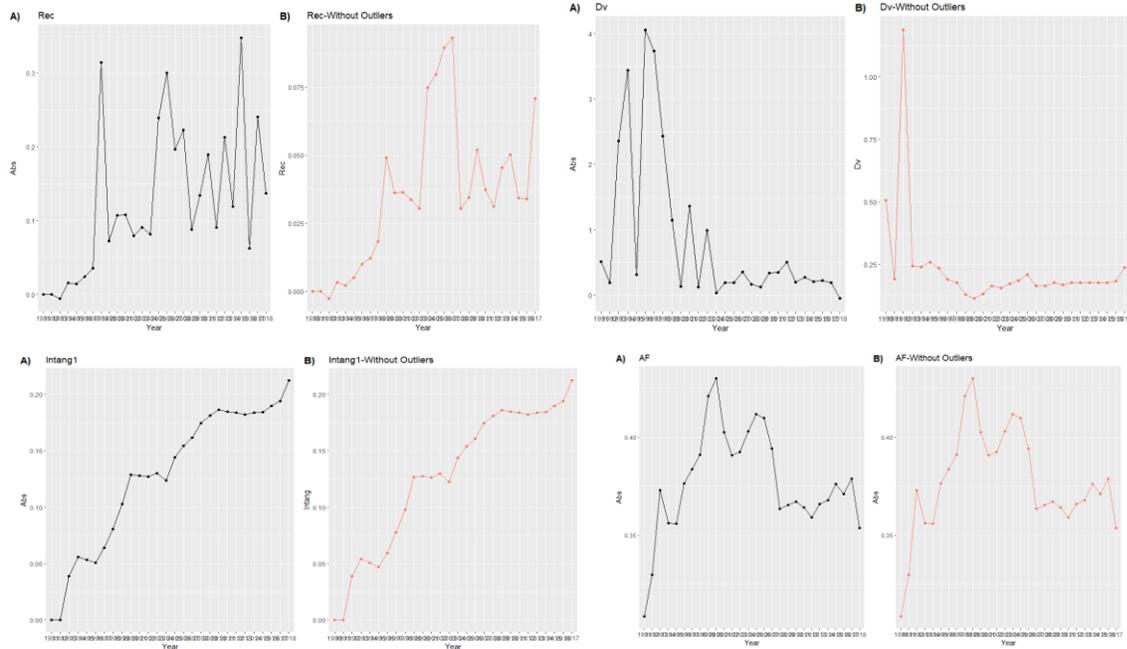
Fuente: Construcción propia –proceso de muestra base de datos Compustat USA

Para el grupo de empresas del panel B, aunque varía la dimensión de los promedios generales, se observa en el agregado, igual que en el caso de empresas del panel A, una caída en la intensidad en inversiones en capital fijo y una tendencia de aumento de las inversiones en I&D, aunque con periodos de contracción en el año 2002 y antes y después de la crisis de 2008 (2006-2012). Contrario a la tendencia general de empresas del panel A, aunque la deuda venía creciendo desde 2000, la relación de deuda a capital no muestra que se haya modificado y desde 2013 muestra una tendencia de caída. La principal diferencia en estos indicadores se encuentra en los pagos realizados a accionistas, aunque las recompras han venido creciendo desde 2000, relativamente se muestran poco significativas comparadas con la tendencia de las empresas norteamericanas siendo para el panel B el promedio de pago de dividendos hasta 3 veces superior a las recompras.

Sin embargo, estas son cifras generales que dada la diversidad de empresas y países así como los efectos sectoriales y de tamaño pueden esconder patrones particulares. La acumulación de activos financieros mostraba tendencia decreciente desde la crisis de 2008. Un rasgo común con el panel A es la tendencia creciente de activos intangibles, también con importante representatividad del goodwill. En la Figura 15 se observan las tendencias generales para el panel B. La tendencia promedio de intensidad en I&D y Capex diferenciadas por país se encuentran en el anexo estadístico (A.3)

Figura 15. Tendencia promedio anual de variables con y sin datos extremos-panel B

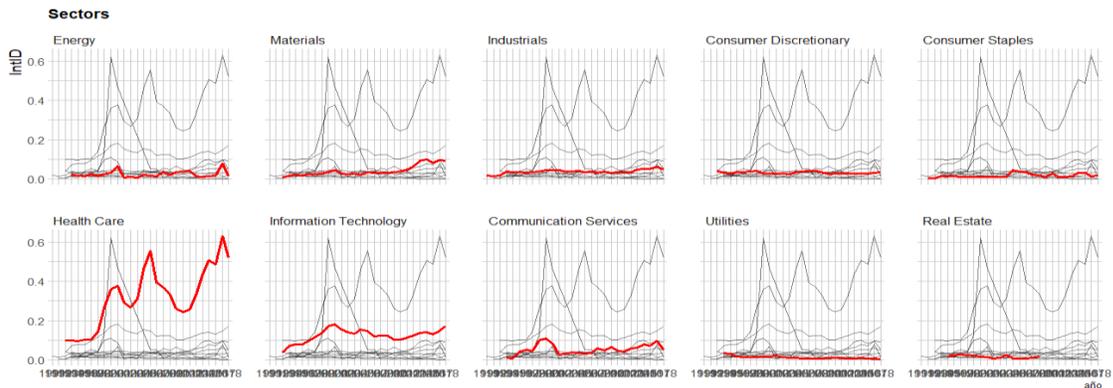




Fuente: Construcción Propia –Proceso de muestra base de datos Compustat Global

A nivel de sectores en el caso del panel de empresas Europeas, se observan patrones similares en la tendencia, mostrándose el sector salud más intensivo en I&D así como el sector de tecnologías de la información (Figura 16).

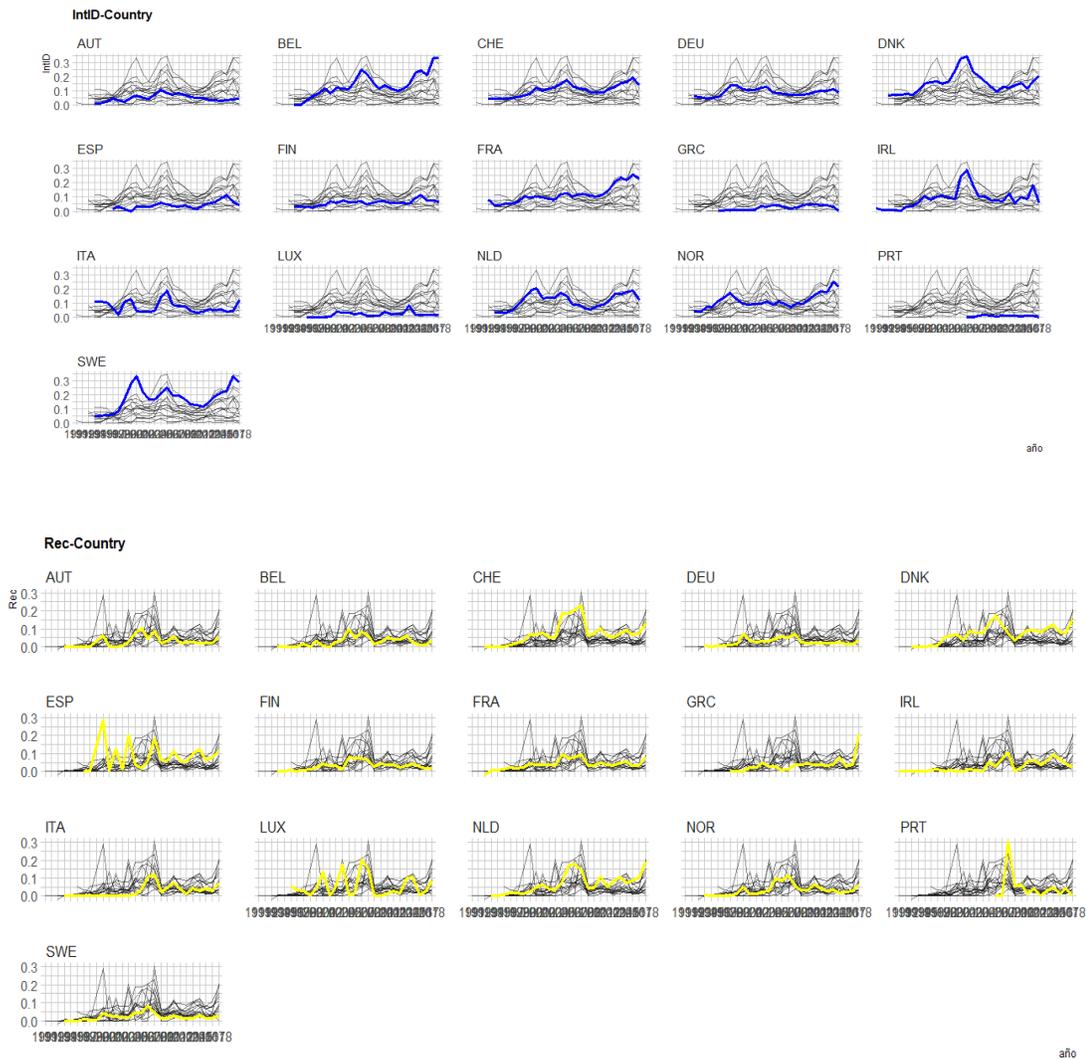
Figura 16.Tendencia Intensidad en I&D (IntID) sectorial-panel B



Fuente: Construcción Propia –Proceso de muestra base de datos Compustat Global

Por países, las empresas de mayor intensidad en I&D se ubican en los países Nórdicos, Alemania y Francia, siendo inferior en los países del sur como España, Italia, Portugal, Grecia. Las recompras en términos relativos al ingreso neto de las compañías en promedio ha sido baja (menos del 20%) comparada con la tendencia de empresas en Estados Unidos.

Figura 17. Tendencia en intensidad en I&D (IntID) y recompra (Rec) por países-panel B

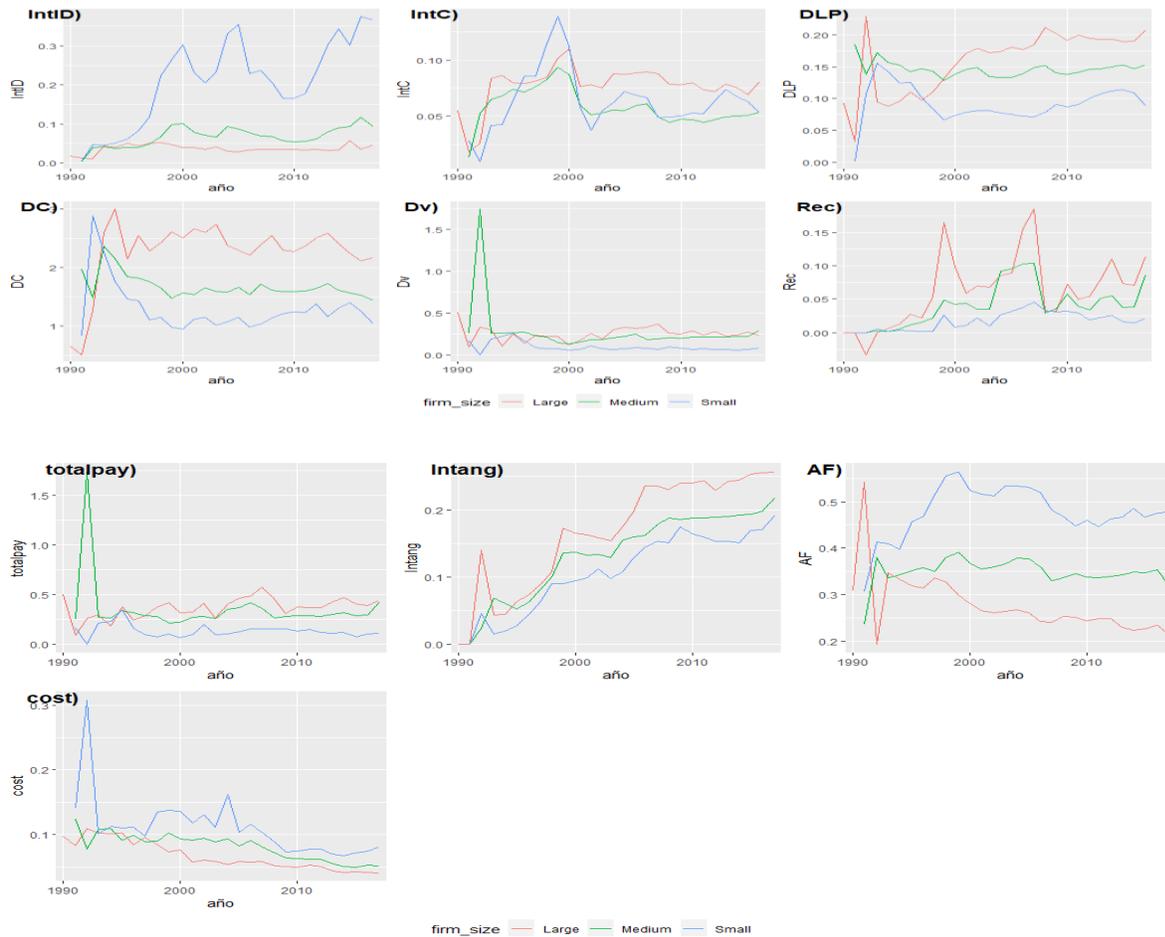


Fuente: Construcción Propia –Proceso de muestra base de datos Compustat Global

Según tamaño, igual que para el panel A, las firmas de menor tamaño presentan mayor intensidad en I&D promedio frente a las de mayor tamaño, mientras que en las firmas

grandes es donde se venía implementando en algún grado las operaciones de recompra de acciones. El endeudamiento es mayor para las empresas de mayor tamaño, así como la proporción de intangibles mantenidos en balance. Aunque las firmas de menor tamaño mantienen mayor proporción de activos financieros puede ser explicado por la menor participación que tienen otros activos como los intangibles. Así mismo, el costo del endeudamiento es mayor para las empresas de menor tamaño, hecho que soporta la teoría por efecto de la prima de riesgo. En la Figura 18 se muestra el comportamiento de las variables relativas por tamaño de firma.

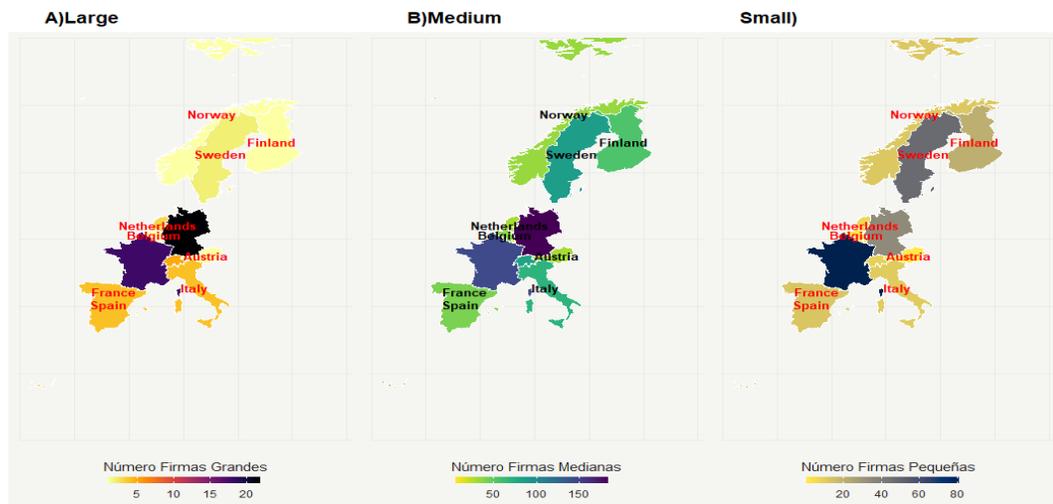
Figura 18. Comportamiento de variables relativas por tamaño de firma-panel B



Fuente: Construcción propia- Proceso de muestra base de datos Compustat Global

Dentro de la muestra tomada con valores válidos para I&D, clasificadas las empresas por tamaño, a 2018 muestran que el mayor número de empresas grandes se encuentran ubicadas en Alemania (34%) y Francia (28%). Igualmente, de las clasificadas como medianas se ubican en Alemania (20%), en Francia (16%), en Suiza (9%), en Suecia (9,5%). Igualmente sucede con la representatividad dentro de la muestra de empresas clasificadas como pequeñas, en número corresponden a Francia (28%), Alemania (12%) y Suecia (17%). Esta distribución de empresas activas por tamaño y país en 2018, consideradas en el panel, se muestra en el siguiente mapa.

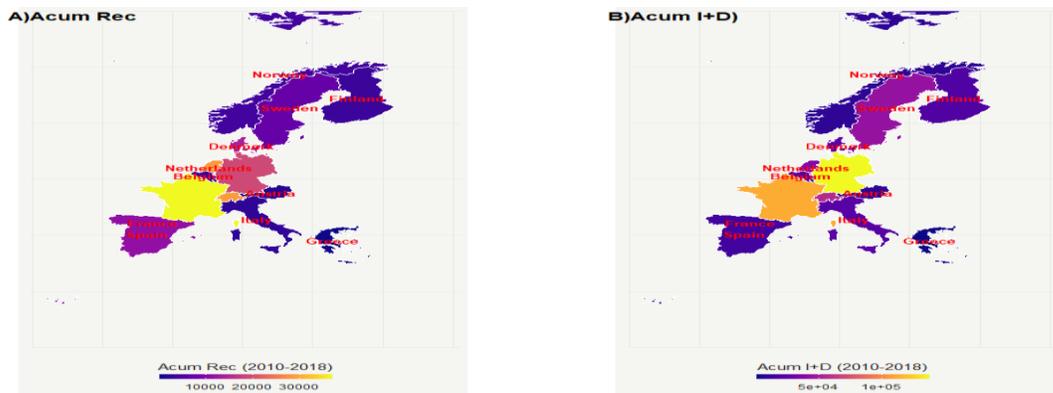
Figura 19. Distribución de firmas por tamaño muestra panel B- composición año 2018



Fuente: Construcción propia- Proceso de muestra base de datos Compustat Global

Dada la representatividad de firmas de la muestra registradas en Alemania y Francia, son los grupos de países que muestran mayor acumulado de inversiones en I&D en el periodo 2000-2018. Aunque las recompras no han sido una práctica pronunciada en las empresas cuyos países de incorporación se encuentran en Europa, muestra que las que se han llevado a cabo también corresponden en su mayoría a las efectuadas por empresas ubicadas en Francia, países bajos, Austria y Alemania, esto es empresas de mayor tamaño.

Figura 20. Distribución intensidad en inversiones I&D y recompras muestra panel B



Fuente: Construcción propia- Proceso de muestra base de datos Compustat Global

En el cuadro 4 se muestran las estadísticas promedio de variables para el panel B de empresas.

Tabla 4. Resumen estadístico y correlaciones panel B

Descriptive Statistics								
	N	Mean	Std. dev.	Min.	25 %	Median	75 %	Max.
IntID	22,046	0.115	0.251	0.000	0.009	0.030	0.095	1.938
IntC	22,046	0.059	0.065	0.000	0.019	0.037	0.071	0.575
DLP	21,990	0.133	0.130	0.000	0.016	0.105	0.208	0.711
DC	22,024	1.566	1.390	-2.048	0.613	1.184	2.034	8.628
Rend	22,046	-0.107	0.508	-3.270	-0.021	0.033	0.074	0.360
Rec	22,046	0.046	0.131	-0.033	0.000	0.000	0.000	0.875
Dv	22,046	0.179	0.293	-0.587	0.000	0.000	0.342	12.169
totalpay	22,046	0.271	0.404	-0.411	0.000	0.012	0.430	12.169
Intang	22,038	0.163	0.172	-0.027	0.023	0.102	0.253	0.947
AF	22,038	0.376	0.195	0.000	0.231	0.335	0.487	0.999
cost	20,231	0.076	0.079	-0.040	0.035	0.054	0.082	0.719
AssetTotal	22,046	4,179.240	9,582.198	0.000	79.762	356.089	2,359.232	81,171.508
Incom	22,046	3,137.089	6,782.107	0.000	63.278	339.944	2,136.381	80,338.802
Fle.abs	22,046	319.468	750.844	-1,017.832	1.217	22.701	185.606	6,627.256
acum_year_firm	22,046	6.960	5.307	1.000	3.000	6.000	10.000	27.000
control	22,046	12.920	6.559	1.000	8.000	12.000	18.000	27.000

5.1.2 Análisis descriptivo factorial

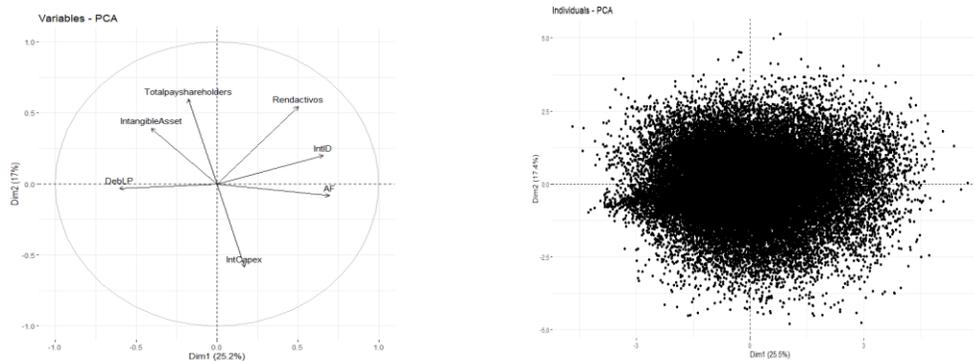
5.1.2.1 Análisis descriptivo factorial para los paneles de la muestra de empresas

En el análisis descriptivo, se realiza análisis multivariado a partir del uso de PCA y segmentación de grupos para observar algunas relaciones. Los componentes principales y clúster toman datos longitudinales y también una muestra de corte transversal (empresas activas en 2018). Con el PCA se busca explorar la relación de las variables reduciendo la dimensionalidad sin que involucre un ejercicio de pronóstico o inferencial a lo largo del tiempo.

En los gráficos PCA se muestra las potenciales relaciones entre variables y aquellas que más se relacionan con la variabilidad en los datos.

La Figura 21 refiere al PCA para el panel de empresas de ESTADOS UNIDOS. A mano derecha del PCA, se muestra la distribución del conjunto de individuos en las dos primeras componentes principales. El análisis de componentes principales también entrega como resultados como contribuye cada una de las variables seleccionadas en el análisis a cada una de las componentes. Por cercanía en los vectores, se observa una fuerte correlación entre el pago a accionistas e intangibles, entre el rendimiento de activos, inversiones en I&D y de esta con activos financieros. La relación entre inversión en I&D y endeudamiento se muestra inversa en las dos primeras dimensiones. En el caso de las inversiones en capital fijo se muestra una relación inversa con el total pago a accionistas. En la primera componente tienen una participación importante las variables Intensidad en I&D, activos financieros, rendimiento de activos.

Figura 21.PCA- Panel A

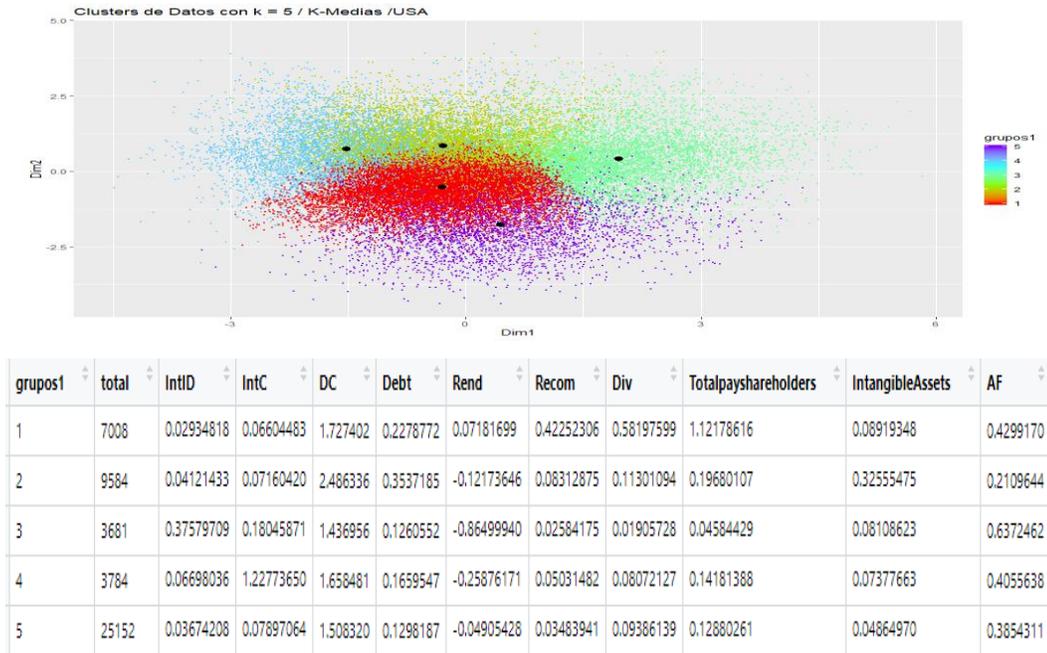


Fuente: Construcción Propia –Proceso de muestra base de datos Compustat USA

Para la segmentación de grupos, como se indicó antes, se usa la función k-means agrupa los datos en k conjuntos definidos por un centroide cuya distancia con cada uno de los puntos que pertenecen al grupo es la menor posible. La definición de centroides inicia de manera aleatoria y de manera iterativa se refina el algoritmo de manera que se calcula la posición promedio de las observaciones que pertenecen a cada grupo hasta que esos puntos denominados centroides no cambian de posición de manera que la asignación de puntos entre grupos no cambia, reduciendo así, la intravarianza dentro de los grupos. La función k-means se usa con un nivel de interacciones $iter.max = 1000000$, $nstart = 25$. Esta opción, $nstart$ intenta múltiples configuraciones iniciales (centroides aleatorios iniciales) e informa sobre la mejor.

En la Figura 22 se muestra la distribución de los *cluster* (5) identificados con colores de empresas- tiempo para el panel A acompañada de tabla con valores promedio de variables para cada uno de los *cluster*. Las empresas-tiempo del grupo 1 que presentan el mayor valor promedio de pagos a accionistas, también es el grupo de empresas-tiempo con más bajo promedio de inversiones en I&D. El grupo 3 de empresas con mayores inversiones en I&D, se caracteriza por una alta proporción de activos financieros.

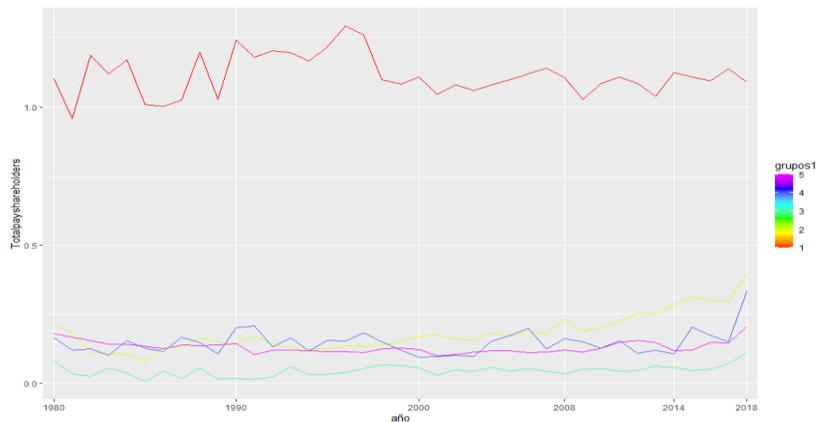
Figura 22. Distribución clúster análisis factorial panel A

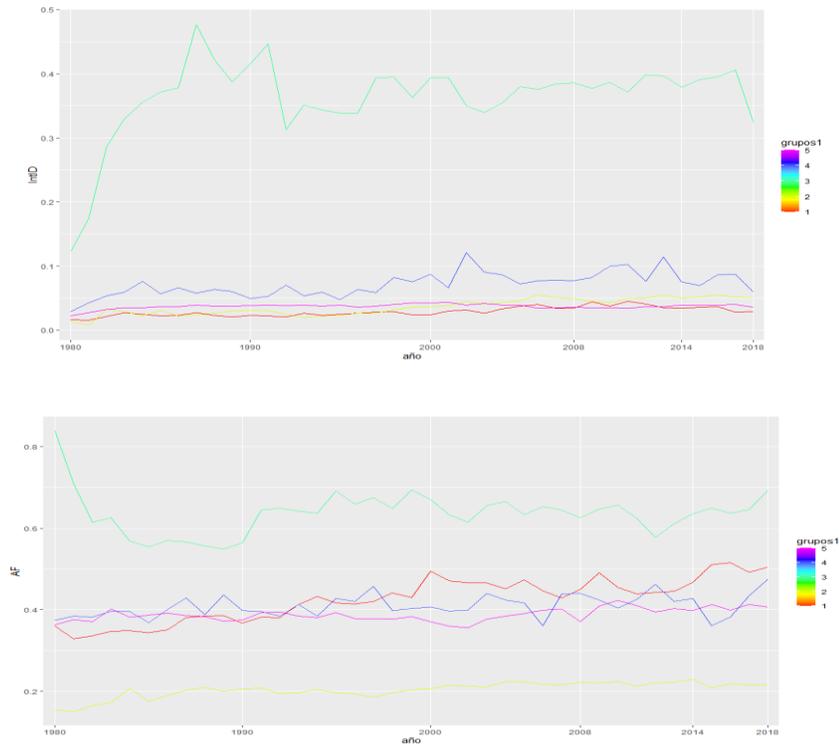


Fuente: Construcción Propia –Proceso de muestra base de datos Compustat USA

En la Figura 23 se muestra la tendencia de pagos a accionistas, intensidad en I&D y activos financieros para los clúster de segmentación. Se observa que en el tiempo el clúster de mayores pagos a accionistas es también el cluster de empresas-tiempo que presenta menor intensidad en I&D.

Figura 23. Tendencia intensidad en I&D, pagos accionistas y activos financieros por clúster panel A.

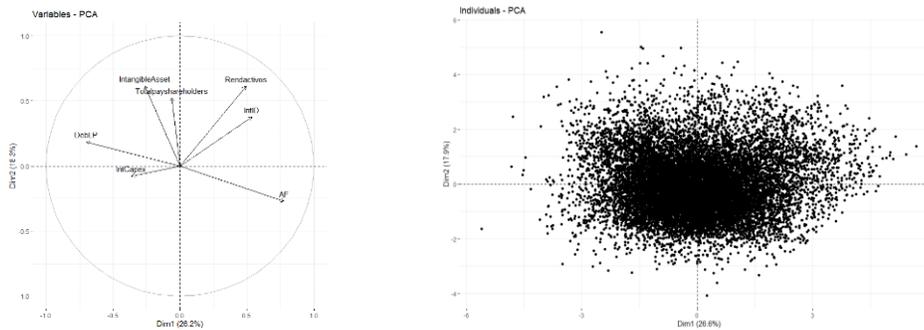




Fuente: Construcción Propia –Proceso de muestra base de datos Compustat USA

Para el panel de empresas B, el análisis de PCA para las dos primeras dimensiones no muestra diferencias significativas en la relación y significancia de las variables frente al panel A. Por cercanía en los vectores, se observa una fuerte correlación entre la deuda a largo plazo, pagos accionistas e intangibles, aunque por el tamaño del vector, el pago a accionistas tiene baja capacidad en la explicación de variabilidad conjunta de datos.

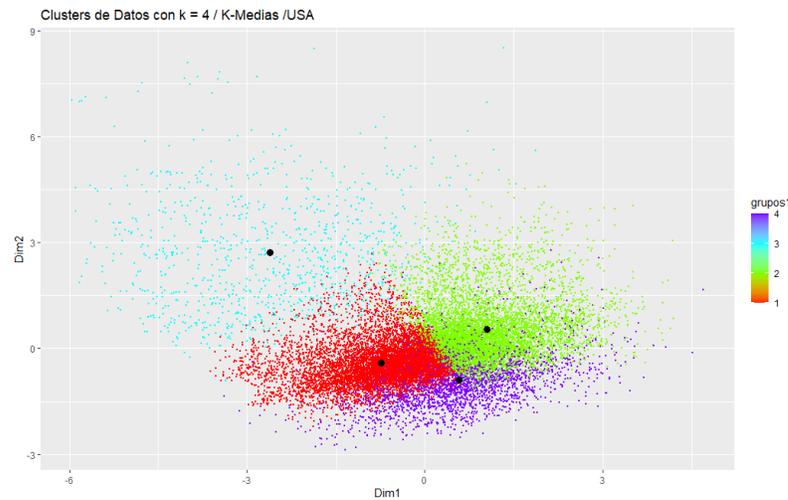
Figura 24.PCA- Panel B



Fuente: Construcción propia- Proceso de muestra base de datos Compustat Global

En la segmentación por clúster de empresas tiempo, se clasifican 4 grupos. El grupo de empresas-tiempo con mayor intensidad en I&D promedio representa el 4 por ciento de las observaciones incluidas, se caracteriza por tener el promedio más bajo de pagos a accionistas y uno de los promedios más altos de activos financieros. El grupo con mayores pagos a accionistas (grupo 4), representa el 13,5% de las observaciones y se caracteriza por un bajo nivel de inversiones en I&D.

Figura 25. Distribución clúster análisis factorial panel B



grup	total	IntID	IntC	DC	Debt	Rend	Recom	Div	Totalpay	Intang Assets	AF
1	8673	0.0586589	0.0402501	1.526227	0.0747094	-0.00487517	0.0204269	0.1046871	0.1302294	0.0998439	0.436823
2	6853	0.0416938	0.0688412	1.894678	0.2417983	-0.01578329	0.0230617	0.1317423	0.1644856	0.2578846	0.231028
3	965	0.5958846	0.1487815	0.862934	0.1097030	-0.99410129	0.0101958	0.0043991	0.0228599	0.1259797	0.553064
4	3018	0.0393616	0.0489361	1.467568	0.1300508	0.05522422	0.1709544	0.5733634	0.9621185	0.1729317	0.323465

Fuente: Construcción propia- Proceso de muestra base de datos Compustat Global

En general, a partir de este análisis descriptivo factorial, se observa que puede darse una relación positiva entre las inversiones en I&D y el mantenimiento de activos financieros. Los grupos con empresas-tiempo más intensivas en I&D en cada periodo de tiempo presentan menores pagos a accionistas. Igualmente, sucede lo mismo a la inversa, grupos con mayores pagos de dividendos y recompras presentan menor promedio de intensidad en inversiones en I&D y Capex. El efecto del pago a accionistas en el caso del PCA de las empresas del panel B, se muestra poco significativo en explicar la variabilidad conjunta de los datos, explicado por el bajo nivel de recompras que se presentan en estas empresas.

Sin embargo estas relaciones son solamente indicativas, como se exploró antes, pueden estar afectadas por variables categóricas como el tamaño de la empresa o sector al que pertenece la firma.

5.1.2.2 Análisis de *cluster* para empresas activas en 2018 por tamaño

El análisis de *cluster* realizado para toda la muestra, tomó en consideración la relación de variables de empresas para cada periodo de tiempo, esto significa que la conformación de grupos en cada periodo de tiempo si bien permite analizar relación de variables, no mantiene fijas las empresas pertenecientes a cada clúster.

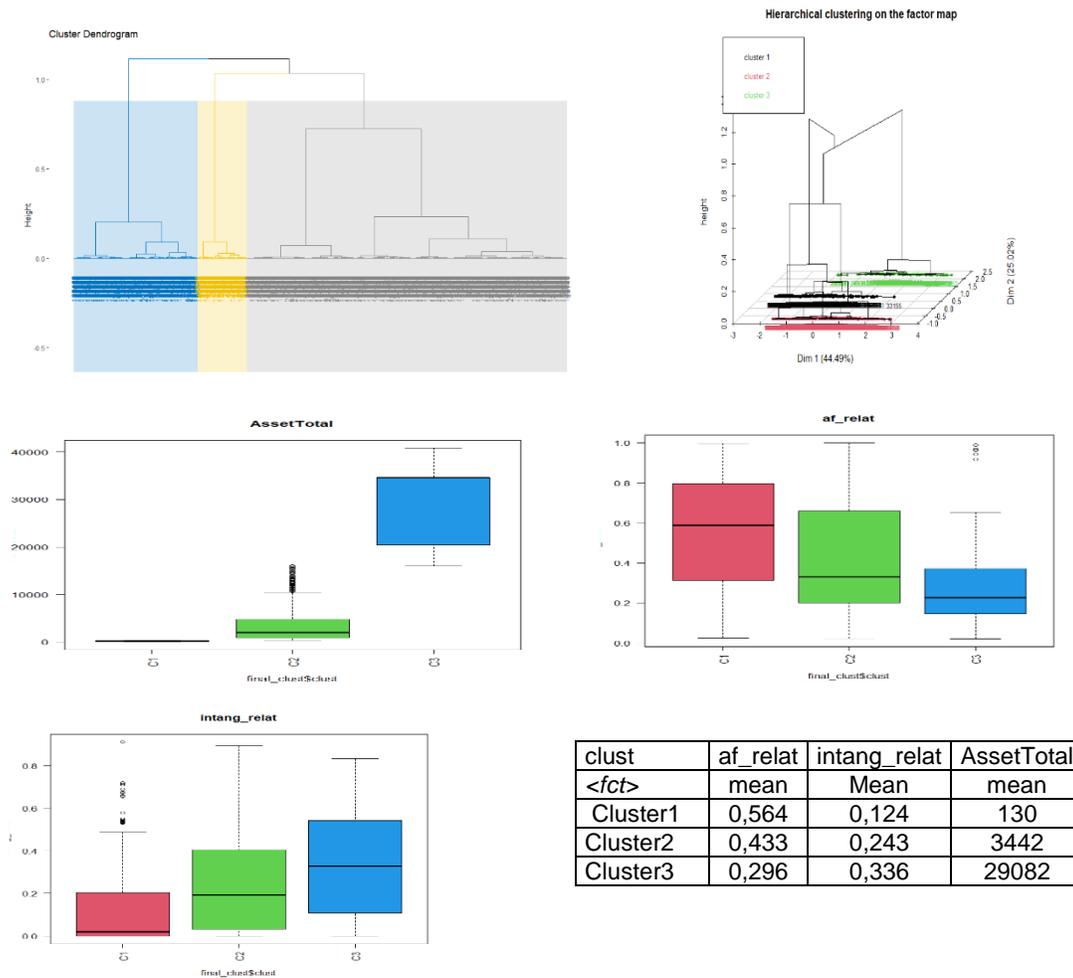
Para segmentar los *clusters* en consideración a las variables relativas al mantenimiento de activos financieros e intangibles, la metodología de clúster también es usada a efectos de analizar descriptivamente las variables involucradas únicamente para el grupo de empresas activas en 2018 y teniendo en cuenta una variable categórica como es la clasificación de empresas por tamaño.

Para el panel A se toma una submuestra de 1010 empresas y para el panel B, 720 empresas. Se usa el análisis factorial de datos mixtos (FAMD), el cual es apropiado en conjuntos de datos que contienen variables tanto cuantitativo como categórico (cualitativo). El agrupamiento se realiza teniendo en cuenta la variable categórica tamaño (grande, mediana, pequeña) y las variables cuantitativas de peso relativo de intangibles y activos financieros respecto al total de activos a efectos de analizar si los grupos con mayor peso de estos activos muestran alguna relación con el promedio de las variables relacionadas con inversiones en I&D, en capex y pagos a accionistas.

La medición de distancia en la segmentación que se utiliza en el clúster jerárquico es método de la distancia euclídea que usa la raíz cuadrada de la suma de cuadrados de las diferencias. El dendograma de la Figura 26 muestra la organización de 3 *clusters* y el mapa de factores que en sus dos primeras dimensiones explica el 69,5 de la variabilidad de los datos. El clúster 1 (254 empresas-25%) corresponde a empresas con el menor volumen de activos (pequeñas), el clúster 2 a empresas en su mayoría medianas (65%) y el clúster

3 conformado por las empresas de mayor tamaño (101 empresas-10%). Las empresas del clúster de mayor tamaño tienen una mayor proporción de activos intangibles mientras que las del clúster que representa a las empresas del grupo con menor nivel de activos totales tienen una proporción promedio mayor de activos financieros. Teniendo en cuenta que la composición de intangibles y activos financieros se realiza sobre el total de activos, el mayor peso de uno relativamente disminuye el peso del otro y lo que se observa en los datos es que hay empresas que tienen mayor peso de activos financieros o mayor peso de intangibles que terminan caracterizando la segmentación. En la parte inferior de la Figura 26 se muestra la distribución de datos por clúster para las variables de segmentación.

Figura 26.Composición clúster empresas 2018 panel A



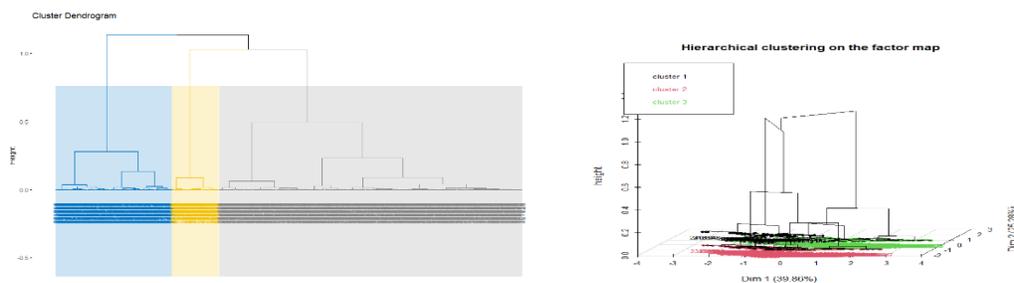
Fuente: Construcción Propia –Proceso de muestra base de datos Compustat USA

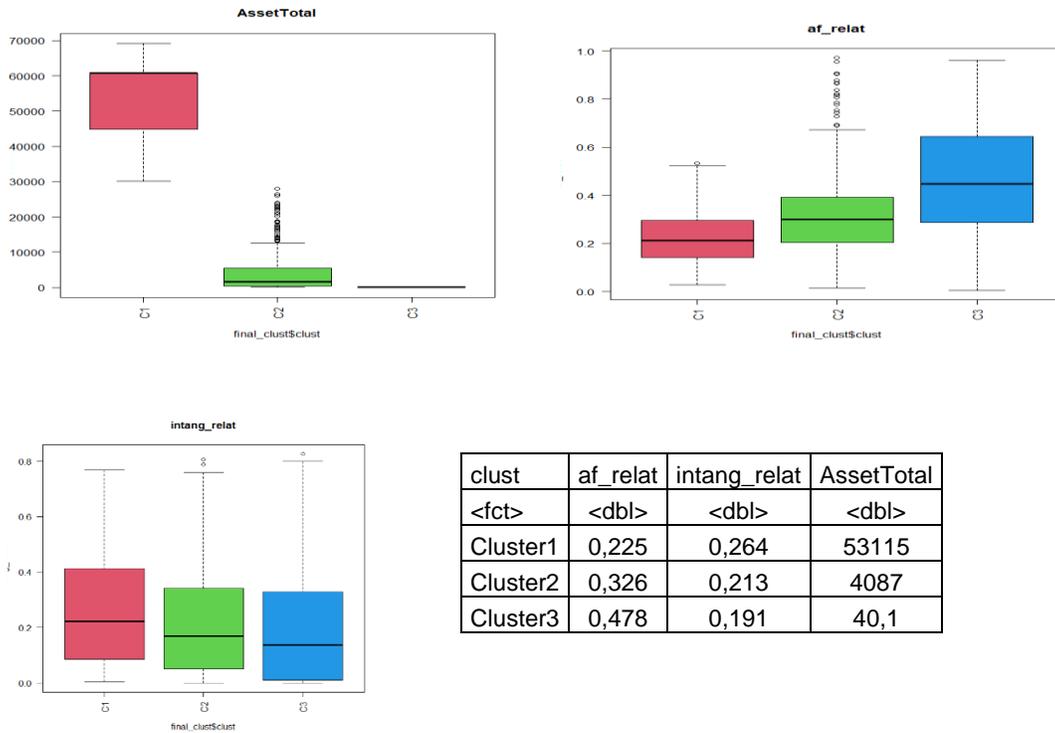
En valores absolutos a precios de 2018, se confirma que en promedio, las empresas de mayor tamaño (clúster 3) son las que más invierten en I&D, mayor deuda promedio de largo plazo, mayores pagos a accionistas, ingreso total y flujos de efectivo, así como mayor relación PE (precio acción relativa a ganancia por acción). Sin embargo, en valores relativos se encuentra que son las empresas de mayor tamaño por activos las que menor intensidad en Inversiones presenta, aunque relativamente siguen siendo las que mayores pagos a accionistas realizan.

La tendencia histórica de estas variables para este grupo de empresas, igualmente confirma el comportamiento de la muestra general: una importante caída de las inversiones en capital fijo, crecimiento del total de pagos a accionistas a partir de 2000 y crecimiento de las inversiones en I&D (Ver graficas en anexo de análisis estadístico- Anexo A.4)

Para el grupo de empresas del panel B, también se clasifican por tamaño en 3 clúster, la mayor proporción corresponde a las empresas clasificadas como medianas (437, 64.9%), pequeñas (168, 25%) y grandes (68, 10%). La distribución general no muestra rasgos diferentes a las empresas del panel A, y se confirma una mayor participación de intangibles en el caso de las grandes empresas (Figura 27).

Figura 27. Composición clúster empresas 2018 panel B





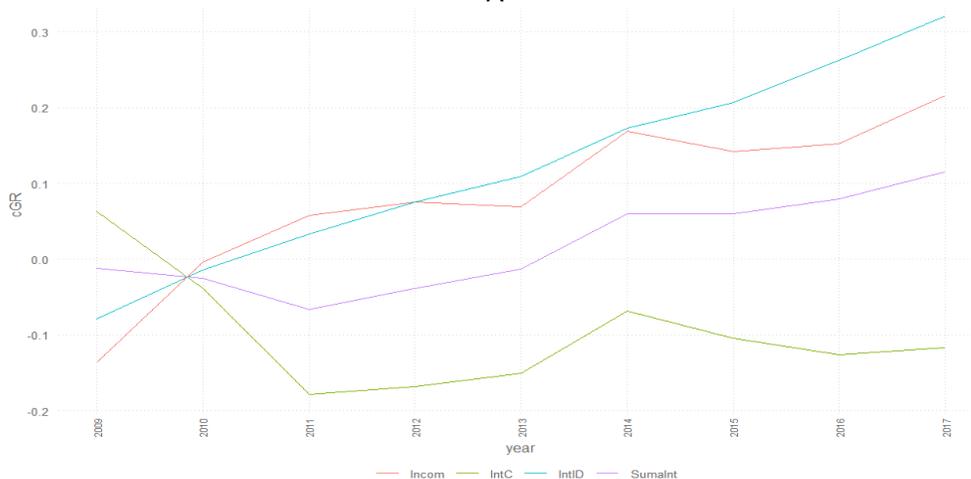
Fuente: Construcción propia- Proceso de muestra base de datos Compustat Global

Sobre el comportamiento de variables de inversión y pagos a accionistas, en valores absolutos a precios de 2018, también se confirma la tendencia promedio que las empresas de mayor tamaño (clúster 1) son las que más invierten en valores absolutos en I&D y tienen mayores pagos a accionistas, aunque en este caso el mayor peso lo tiene el pago de dividendos y no las recompras. Sin embargo, en valores relativos se encuentra que son las empresas de mayor tamaño por activos las de menor intensidad en Inversiones en I&D, y en términos relativos siguen siendo las que mayores pagos a accionistas realizan. En general, a excepción de la tendencia en el comportamiento de la recompra de acciones, no se observan tendencias significativamente diferentes entre estas variables para el grupo de empresas activas en 2018 del panel B, frente a las empresas del panel A.

El comportamiento histórico de este grupo de empresas muestra que el total de pagos a accionistas se ve pronunciado desde 2005, con un efecto mayor a causa de dividendos que de recompra de acciones. La caída en las inversiones en capital fijo es mucho menos pronunciada que en el caso de las empresas de Estados Unidos (Ver Anexo estadístico A.5).

A efectos de analizar el comportamiento en el crecimiento histórico de los ingresos frente a las inversiones realizadas en I&D y Capex, del conjunto de empresas activas en 2018 de estos clúster, se toman las empresas que se mantienen todo el periodo 2008-2018. Sobre este conjunto de empresas se observa un crecimiento acumulado mayor de las inversiones en I&D pero una tasa acumulada de caída en inversiones en capital fijo. Al tomar en conjunto las inversiones en I&D y en capital fijo (sumint, línea violeta), se tiene un crecimiento acumulado menor de estas inversiones frente al crecimiento acumulado experimentado por los ingresos de este conjunto de firmas.

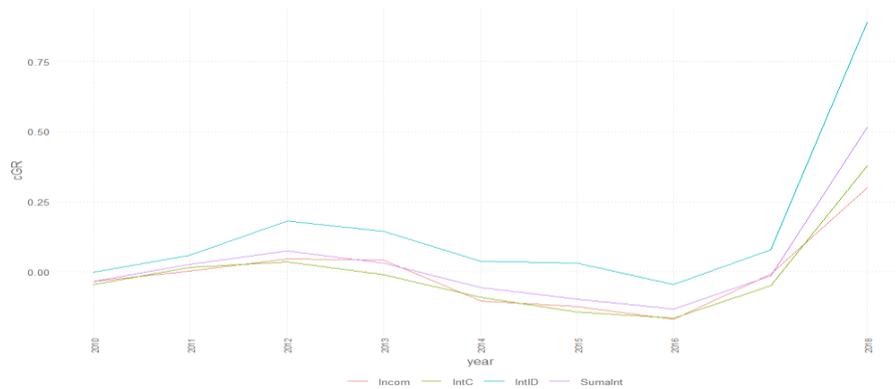
Figura 28. Tasa de crecimiento acumulada ingresos e inversión empresas activas 2008-2018 panel A



Fuente: Construcción Propia –Proceso de muestra base de datos Compustat USA

En la figura 29 se muestra para el panel B de empresas en el periodo 2008-2018 la tendencia de crecimiento acumulada tanto de los ingresos como de los recursos asignados a inversión. Sobre esta se observa un crecimiento mayor de inversiones en I&D y una tasa acumulada con una leve caída en inversiones en capital fijo. Al tomar en conjunto las inversiones en I&D y capital fijo (línea violeta), se encuentra un crecimiento acumulado muy cercano al crecimiento acumulado experimentado por los ingresos de este conjunto de firmas.

Figura 29. Tasa de crecimiento acumulada ingresos e inversión empresas activas 2008-2018 panel B



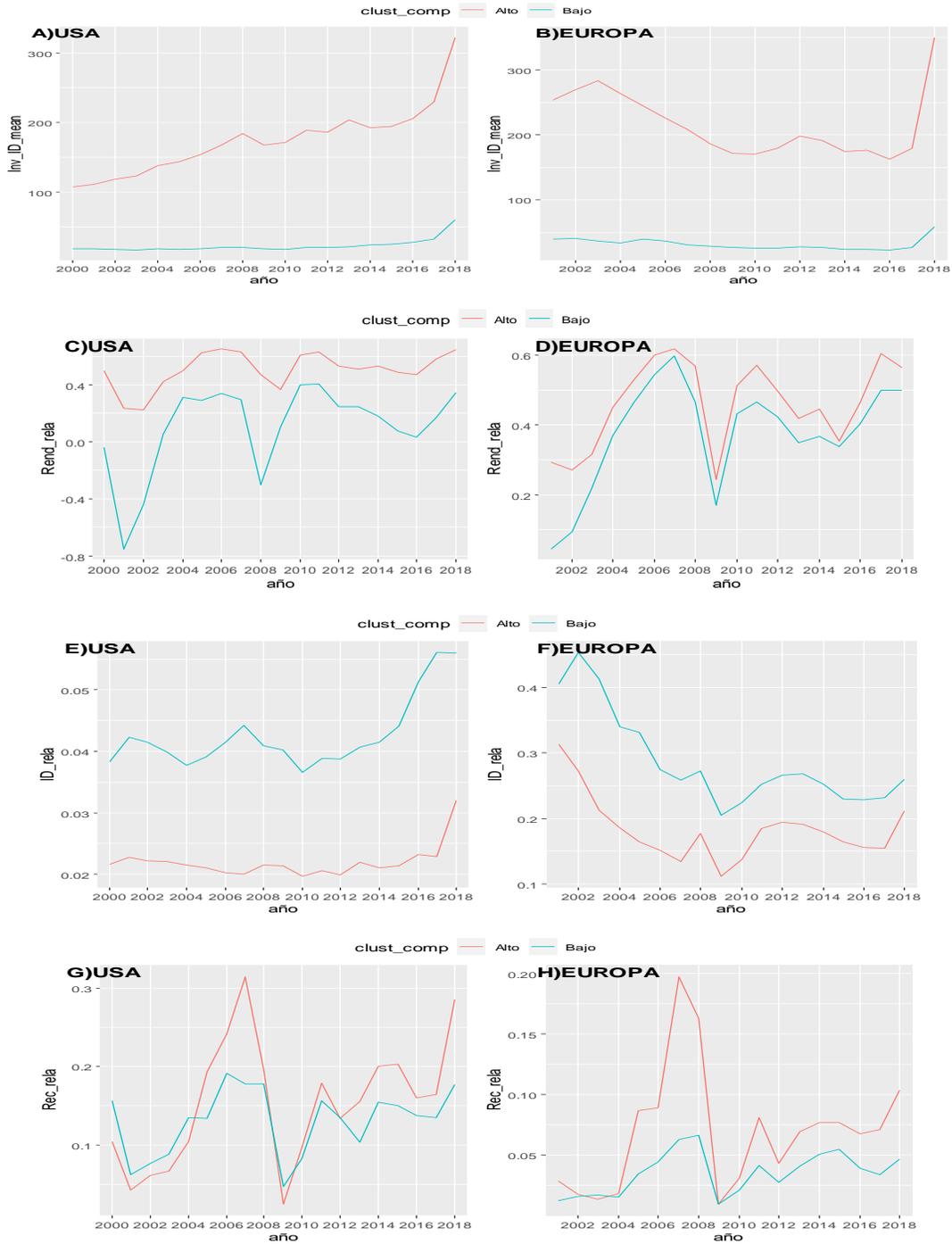
Fuente: Construcción propia- base de datos Compustat

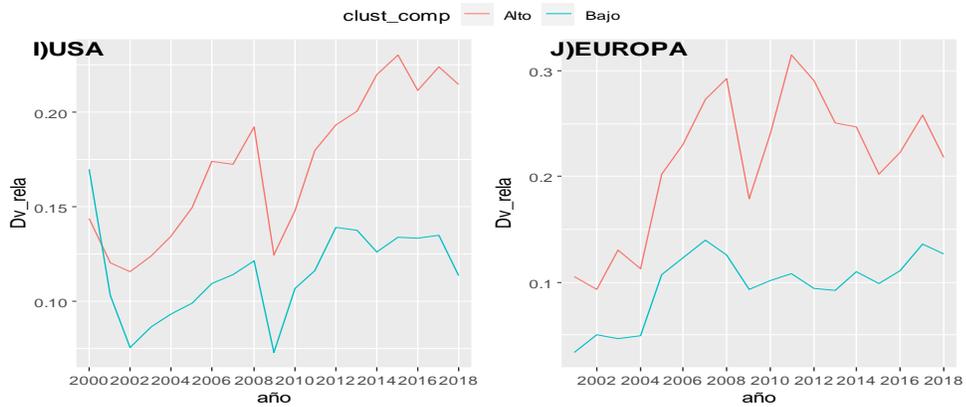
5.1.3 Análisis descriptivo clúster de empresas con alto y bajo nivel de pagos a accionistas 2000-2018

A efectos de profundizar y evidenciar alguna relación de las variables relativas a inversión teniendo en cuenta los pagos a accionistas que presentan especial crecimiento desde 2000, de los paneles A y B se toman las compañías en el periodo 2000-2018 y de acuerdo con el total de pagos efectuados a accionistas, se dividen en 2 grupos, las que están por encima de la media y las que se encuentran por debajo de la media.

La Figura 30 muestra que el grupo de empresas con mayores pagos a accionistas es también el grupo que en términos absolutos más asigna recursos a I&D (componente A y B de la figura) y obtiene mayores rendimientos (componente C y D de la figura). Sin embargo, tanto para el panel A como para el panel B, las inversiones en I&D tanto relativas a ingresos como a flujos de efectivo netos de las actividades de operación, son mayores en aquellas empresas que se encuentran en el grupo de bajo pago a accionistas (componente E y F de la figura). En el caso de las recompras relativas a los flujos de efectivo sigue siendo superiores en el clúster de empresas clasificadas como de altos pagos en valores absolutos a accionistas (componente G y H de la grafica). El pago promedio de dividendos respecto a flujos de efectivo se muestra superior en el caso de empresas del panel B (componente I y J de la grafica).

Figura 30. Comportamiento promedio variables clúster de alto y bajo pago a accionistas

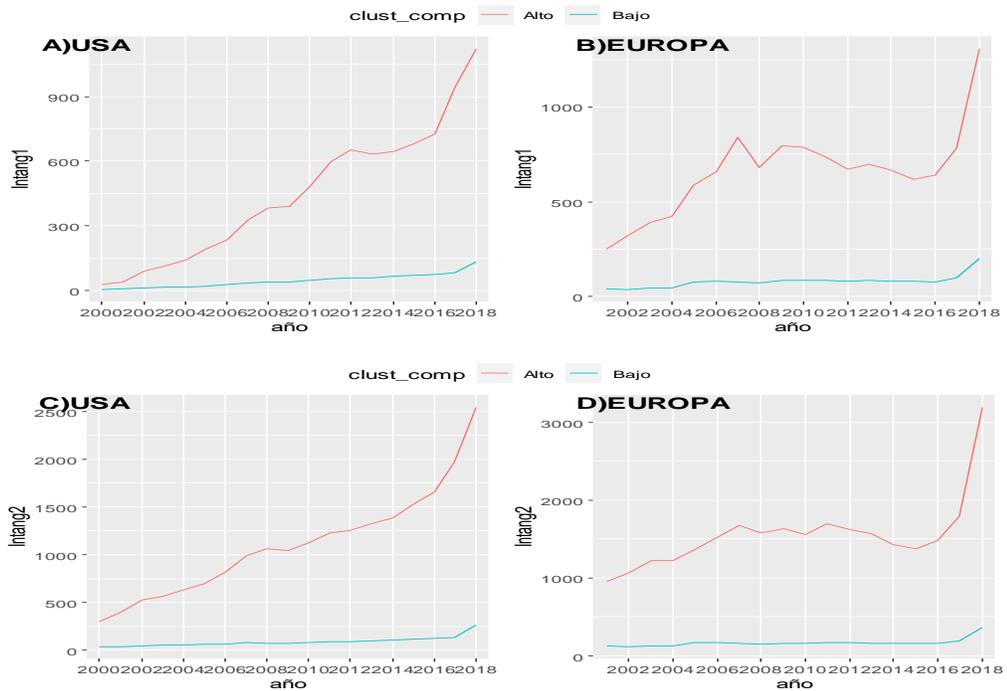




Fuente: Construcción propia base de datos Compustat

En valores absolutos se muestra la amplia diferencia en el promedio del valor mantenido por el grupo de empresas que realizan mayores pagos a accionistas y las que se clasificaron por debajo de la media en lo que corresponde a activos intangibles y particularmente los intangibles bajo la denominación de Goodwill (Intang2) (Figura 33).

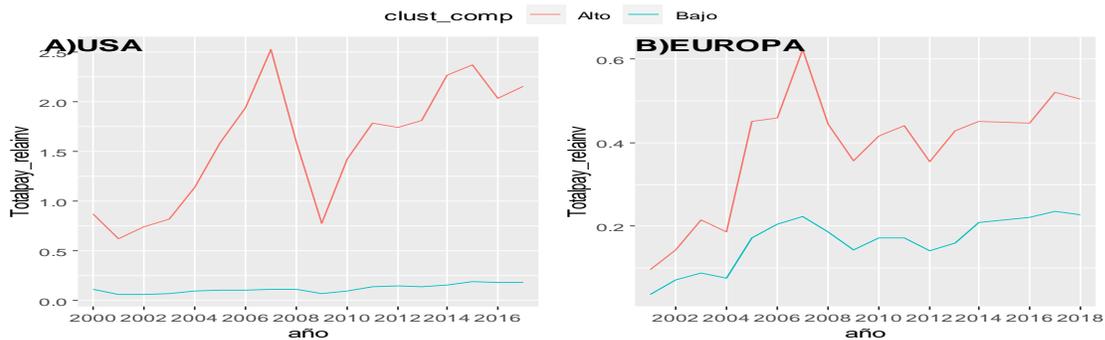
Figura 31. Comportamiento intangibles absolutos (media) clúster de alto y bajo pago a accionistas



Fuente: Construcción propia base de datos Compustat

La dimensión de pagos a los accionistas ampliados por los procesos de recompra en las empresas de Estados Unidos se corrobora en la relación pagos a accionistas relativos al total de inversión en I&D y capital fijo, que para el clúster superior a finales de 2018 alcanzó a ser dos veces esta última (Figura 32).

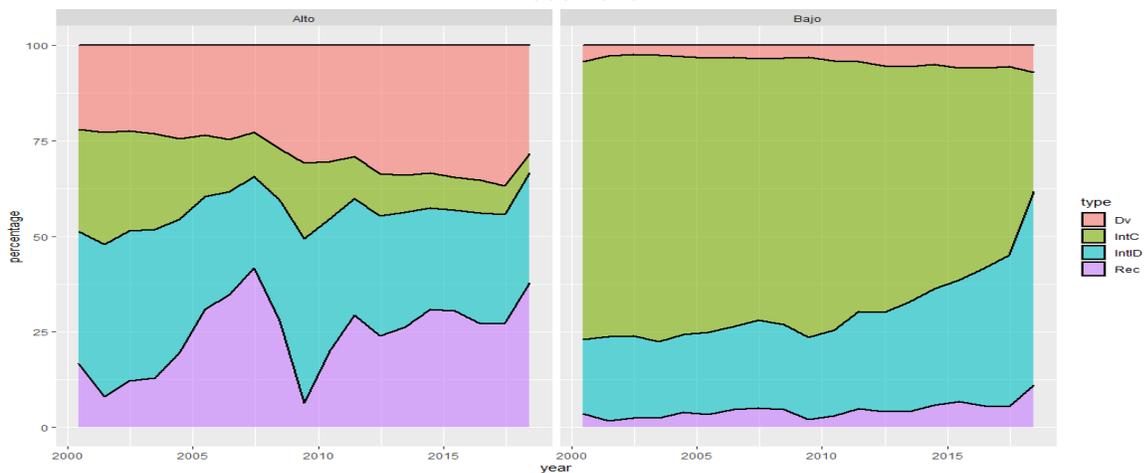
Figura 32. Promedio ratio total pago accionistas/inversión- clúster de alto y bajo pago a accionistas



Fuente: Construcción propia base de datos Compustat

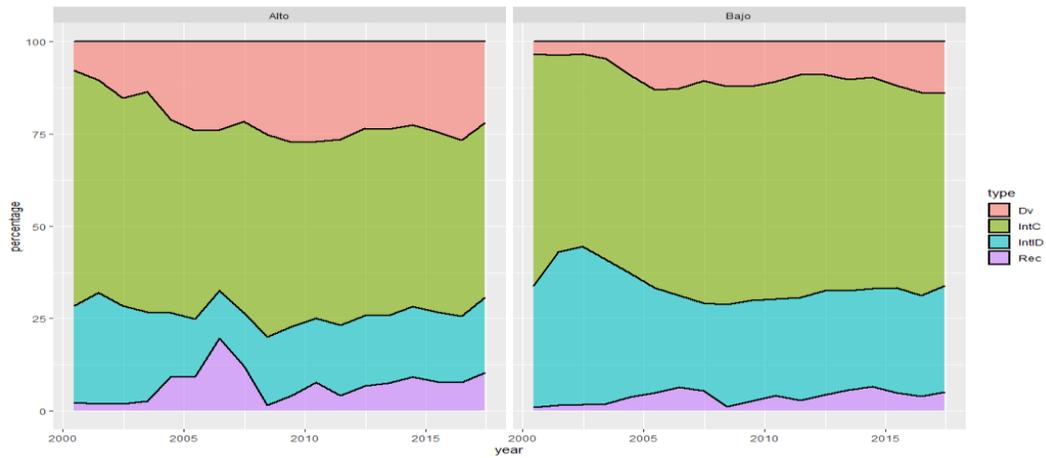
La proporción (porcentaje) de asignación de flujo de efectivo correspondiente a pago de dividendos (Dv), recompra de acciones (Rec), inversiones de capital (IntC) e inversiones en I&D (IntID) se muestra para los dos grupos de segmentación (alto, bajo), en las Figuras 35 y 36.

Figura 33. Distribución flujos de efectivo empresas clúster alto y bajo pago a accionistas - USA 2000-2018



Fuente: Construcción propia base de datos Compustat

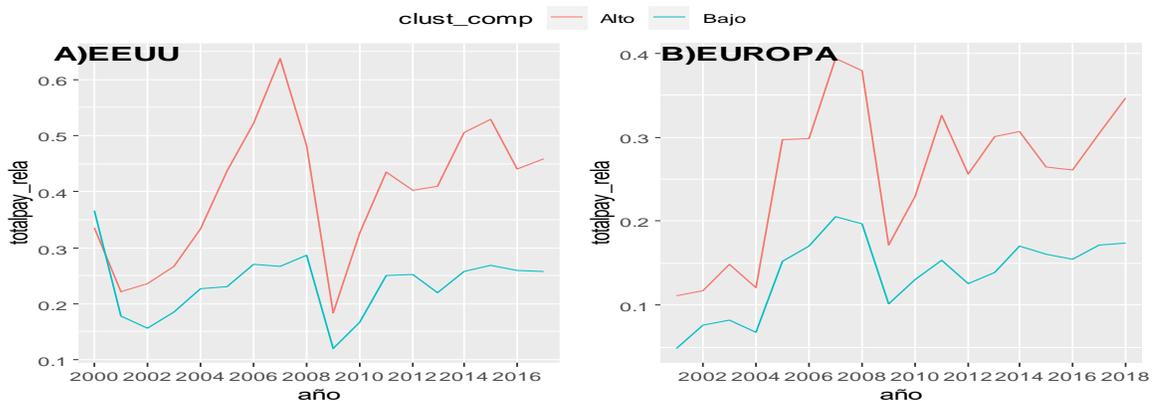
Figura 34. Distribución flujos de efectivo empresas clúster alto y bajo pago a accionistas - Europa 2000-2018



Fuente: Construcción propia base de datos Compustat

La distribución de los flujos de efectivo de operación entre inversiones y pagos a accionistas, muestra la gran proporción que ha sido usada para recompras en empresas de Estados Unidos y no tanto en las empresas de Europa. Sin embargo, en estas últimas, la intensidad en inversiones en I&D no son superiores y aunque han ido disminuyendo aún tienen representatividad en la asignación de flujos de efectivo las inversiones en capital fijo. El total de pagos accionistas relativos a flujos de efectivo ha sido inferior entre 10 y 20 puntos porcentuales para el promedio de empresas de Europa, tal como se muestra en la Figura 35.

Figura 35. Total pagos a accionistas relativos a flujos de efectivo



Fuente: Construcción propia base de datos Compustat

5.2 Estimación econométrica

Como se indicó en el aparte 4.2.5, a través de un ejercicio de estimación econométrica se busca indicios de algún tipo de correlación entre las variables analizadas de manera descriptiva en los apartes previos. No se pretende con este ejercicio establecer causalidad o extrapolar el comportamiento de las firmas a un agente representativo. La estimación se realiza complementaria al trabajo descriptivo de datos a efectos de sugerir algún tipo de correlación entre la I&D y las variables que suelen asociarse a la financiarización corporativa.

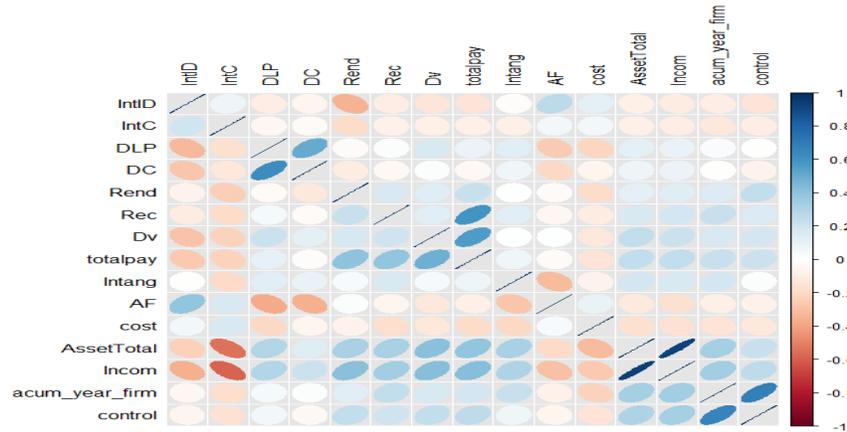
En la tabla 5 y la Figura 36 se muestran las correlaciones de Pearson sobre la diagonal y de Spearman debajo de la diagonal para las variables en términos relativos del panel de empresas A. Sobre estos se observa que IntID tiene una relación positiva con activos financieros y negativa con recompra de acciones y pago de dividendos así como con el endeudamiento de LP (Tabla 5).

Tabla 5. Correlaciones variables de análisis del panel A

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N	O
A: IntID		0.08	-0.09	-0.06	-0.34	-0.09	-0.13	-0.14	-0.01	0.27	0.11	-0.09	-0.10	-0.10	-0.15
B: IntC	0.19		-0.05	-0.02	-0.19	-0.07	-0.08	-0.09	-0.08	0.06	0.06	-0.09	-0.09	-0.12	-0.10
C: DLP	-0.33	-0.17		0.51	-0.02	0.02	0.16	0.08	0.12	-0.25	-0.22	0.11	0.09	0.03	-0.00
D: DC	-0.27	-0.13	0.63		-0.11	-0.03	0.01	-0.04	0.06	-0.21	-0.05	0.07	0.09	-0.01	-0.07
E: Rend	-0.06	-0.24	-0.02	-0.12		0.16	0.14	0.22	0.00	-0.02	-0.19	0.11	0.14	0.14	0.25
F: Rec	-0.10	-0.19	0.04	-0.03	0.22		0.12	0.60	0.13	-0.04	-0.11	0.17	0.18	0.23	0.15
G: Dv	-0.29	-0.22	0.22	0.12	0.18	0.21		0.57	0.00	0.00	-0.13	0.24	0.22	0.16	0.19
H: totalpay	-0.26	-0.23	0.10	-0.01	0.41	0.39	0.48		0.06	-0.02	-0.15	0.24	0.24	0.22	0.22
I: Intang	-0.00	-0.20	0.12	0.09	0.04	0.16	0.05	0.07		-0.31	-0.07	0.19	0.17	0.19	0.01
J: AF	0.39	0.16	-0.38	-0.35	0.01	-0.06	-0.12	-0.08	-0.27		0.09	-0.11	-0.17	-0.09	-0.08
K: cost	0.06	0.17	-0.21	-0.05	-0.06	-0.18	-0.13	-0.18	-0.20	0.04		-0.16	-0.16	-0.15	-0.13
L: AssetTotal	-0.24	-0.55	0.29	0.13	0.32	0.33	0.42	0.40	0.33	-0.19	-0.32		0.93	0.33	0.23
M: Incom	-0.36	-0.58	0.30	0.22	0.42	0.34	0.42	0.43	0.31	-0.30	-0.27	0.94		0.34	0.26
N: acum_year_firm	-0.04	-0.18	0.04	0.02	0.12	0.24	0.16	0.19	0.22	-0.08	-0.23	0.34	0.35		0.68
O: control	-0.06	-0.16	0.06	-0.03	0.25	0.20	0.25	0.26	0.07	-0.06	-0.14	0.31	0.33	0.67	

This table reports Pearson correlations above and Spearman correlations below the diagonal. The number of observations ranges from 92990 to 115920. Correlations with significance levels below 1% appear in bold print.

Figura 36. Diagrama de correlaciones variables de análisis panel A



Fuente: Construcción propia base de datos Compustat

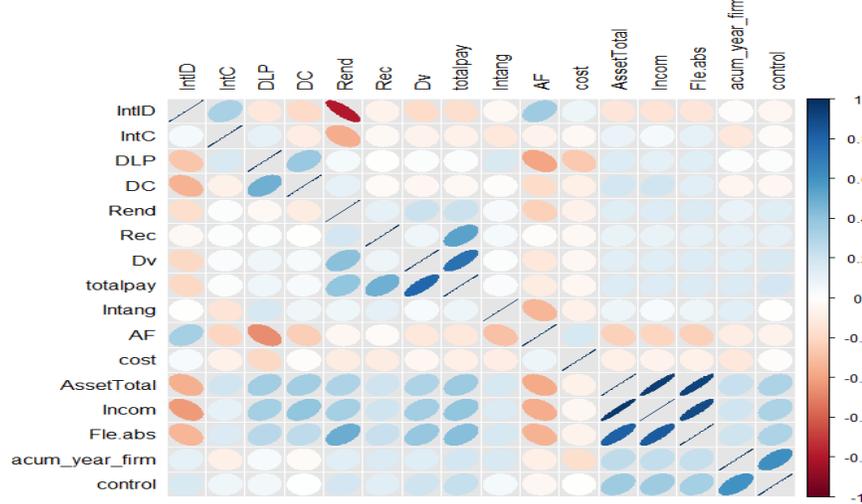
Con resultados similares al panel A, en el panel B se observa que IntID tiene una relación positiva con activos financieros y negativa con recompra de acciones y pago de dividendos así como con el endeudamiento de LP. Para este panel las recompras de acciones se muestra menos significativas en su relación con la IntID debido a que es mucho menor su dimensión tal como se vio en el análisis descriptivo de variables.

Tabla 6 . Correlaciones variables de análisis panel B

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N	O	P
A: IntID		0.33	-0.12	-0.20	-0.80	-0.06	-0.19	-0.18	-0.04	0.35	0.07	-0.13	-0.15	-0.14	-0.02	-0.04
B: IntC	0.05		0.11	-0.10	-0.37	-0.04	-0.07	-0.07	-0.13	-0.06	-0.03	0.09	0.04	0.11	-0.12	-0.03
C: DLP	-0.27	0.17		0.38	0.05	-0.01	0.02	0.01	0.16	-0.39	-0.27	0.14	0.11	0.13	0.02	0.01
D: DC	-0.35	-0.07	0.49		0.11	-0.03	-0.04	-0.04	-0.01	-0.18	-0.08	0.18	0.19	0.13	-0.05	-0.04
E: Rend	-0.17	0.02	-0.03	-0.11		0.11	0.22	0.22	0.04	-0.23	-0.08	0.14	0.14	0.15	0.10	0.14
F: Rec	-0.04	0.01	0.02	-0.00	0.19		0.06	0.53	0.05	-0.02	-0.04	0.09	0.09	0.12	0.12	0.12
G: Dv	-0.21	0.02	0.06	0.03	0.42	0.08		0.75	0.01	-0.12	-0.05	0.13	0.14	0.15	0.14	0.17
H: totalpay	-0.21	0.02	0.07	0.04	0.39	0.48	0.79		0.03	-0.10	-0.05	0.14	0.15	0.16	0.16	0.18
I: Intang	-0.00	-0.14	0.17	0.06	0.06	0.12	0.03	0.07		-0.34	-0.08	0.08	0.04	0.08	0.13	-0.01
J: AF	0.33	-0.22	-0.46	-0.24	-0.05	-0.03	-0.13	-0.13	-0.30		0.17	-0.23	-0.21	-0.23	-0.10	-0.07
K: cost	0.03	-0.07	-0.21	-0.02	-0.11	-0.11	-0.05	-0.09	-0.09	0.07		-0.08	-0.07	-0.07	-0.13	-0.02
L: AssetTotal	-0.36	0.19	0.35	0.35	0.31	0.21	0.31	0.36	0.17	-0.38	-0.07		0.94	0.92	0.22	0.31
M: Incom	-0.43	0.10	0.33	0.40	0.34	0.20	0.35	0.39	0.16	-0.36	-0.04	0.96		0.89	0.20	0.31
N: Fle.abs	-0.33	0.16	0.27	0.25	0.49	0.22	0.39	0.43	0.17	-0.34	-0.06	0.81	0.84		0.21	0.31
O: acum_year_firm	0.10	-0.08	0.04	-0.03	0.13	0.16	0.13	0.19	0.17	-0.08	-0.17	0.25	0.24	0.23		0.62
P: control	0.16	0.06	0.05	0.00	0.19	0.13	0.20	0.23	0.04	-0.05	-0.00	0.35	0.35	0.34	0.60	

This table reports Pearson correlations above and Spearman correlations below the diagonal. The number of observations ranges from 20231 to 22305. Correlations with significance levels below 1% appear in bold print.

Figura 37. Diagrama de correlaciones variables de análisis panel B



Fuente: Construcción propia base de datos Compustat

Teniendo una base de datos panel a nivel de firma para el periodo 1980- 2018 en el caso de empresas de Estados Unidos y para el periodo 1990-2018 en el caso de empresas de Europa, se usa un modelo de datos panel desbalanceado de secciones transversales agrupadas, asumiendo que las firmas no cambian de sector en el tiempo pero si en su clasificación de tamaño. A efectos de asumir que las firmas no cambian de sector durante el tiempo de observación que se mantienen, se toma una submuestra de empresas que permanecen todo el periodo desde 1980 hasta 2018, para las que se encuentra que no existen cambios de sector pero como es de esperarse si existen cambio en su tamaño de acuerdo con las categorías de clasificación establecida.

El modelo de relación de variables que se involucran en la estimación econométrica se describe como:

$$InID_{its} = \delta_i + \delta_t + \Phi_s + \beta X_{its} + e_{its}$$

Donde $InID_{its}$ es la inversión en I&D de la firma i en el momento t en determinado sector s .

X_{its} es un vector de variables a nivel de firma que varían en el tiempo, dentro de las que se encuentran las variables que se considera pueden estar asociadas a la inversión en

I&D tales como el efecto promedio de la inversión en I&D que las demás empresas del sector realizan, la deuda de largo plazo, los beneficios empresariales y las variables asociadas a la financiarización como el pago de dividendos, recompra de acciones, activos financieros e intangibles, también variables como FirmSize que con base en el valor total de activos determina el tamaño de la firma.

Φ_s son efectos fijos a nivel de sector al que pertenece la firma para controlar por posibles diferencias de inversión entre sectores. De la misma manera, δ_i, δ_t son efectos fijos de firma y año. Esto permite que la constante varíe tanto entre firmas (δ_i) como en el tiempo (δ_t). De manera general, δ_i representa la heterogeneidad no observada a nivel individual (por ejemplo, capacidad de gestión, formas de organización, motivación, etc) y δ_t captura condiciones específicas a cada año que podrían estar correlacionados con la inversión en I&D. Finalmente, e_{its} es el término de error agrupado a nivel de firma. El término de error propuesto controla por posible autocorrelación en el tiempo a un nivel más agregado como el sector al que pertenece cada firma. Adicionalmente, este posible problema se mitiga con los errores estándar corregidos. Para esto se aplica la corrección de estimadores con el fin de evitar problemas autocorrelación. Si bien las variables regresoras podrían estar correlacionadas con el término de heterogeneidad no observada específico para cada firma δ_i , no pueden estarlo con el término de error idiosincrático e_{its} . Es decir, que todos los factores que explican tanto la inversión en I&D como a otras variables regresoras relevantes, se deben a factores específicos de cada firma y que al ser controlados en δ_i , y los demás controles hacen que las estimaciones no tengan sesgo.

Se crea una variable denominada spillovers a efectos de capturar el efecto que puede tener la inversión en I&D que realizan las firmas del sector sobre la decisión de la firma de hacer este tipo de inversiones. Esto se hace a nivel de Gicgroups que es una clasificación 4 dígitos más desglosada que la de GicSectors que se encuentra a dos dígitos. Esta variable expresa la diferencia de la inversión de la firma i respecto a la media del sector en el momento t

$$spill\ dif_{it} = R_{its} - \frac{\sum_i^{ns} R_{its}}{N_{st}}$$

En general, un valor negativo indica que la firma es seguidora y se encuentra por debajo del promedio del sector en inversiones en I&D, mientras que un valor positivo indica que a nivel de sector la firma es líder.

Teniendo en cuenta que el pasado tiene efectos sobre las inversiones, en el modelo se incluyen en rezago: spill-dif, el rendimiento del periodo anterior, así como las recompras y dividendos efectuadas en el periodo anterior que terminan por reducir recursos potenciales de inversión como pueden ser las ganancias retenidas.

Se reconoce que la existencia de variabilidad puede estar presente en las series financieras y es importante ver la volatilidad en un momento dado y la variabilidad con momentos pasados y en el tipo de modelación planteada podrían existir problemas de tipo Garch en la estimación, sin embargo, esto se mitiga mediante la implementación de errores estándares robustos.

Teniendo en cuenta que en el análisis descriptivo se observa el efecto del tamaño de la firma y el sector al que esta pertenece, se creó la variable tamaño de firma con base en el total de activos. Al estandarizar la inversión en I&D por el ingreso por la alta correlación entre la variable activos totales se podrían generar problemas de multicolinealidad, igualmente, estandarizar variables como activos financieros por ingreso como se hizo en el trabajo de Davis (2014) no da cuenta de la participación de las diferentes tipologías de activos dentro del total de activos. Por esta razón se incluye en el modelo el valor absoluto e incluir la variable flujo de efectivo para capturar el efecto en ID controlando por el flujo de efectivo de cada firma en el momento t y en la regresión se controla por el tamaño de firma.

En las estimaciones que se muestran a continuación, la primera columna (1) corresponde a una regresión OLS en todo el panel, es entendido como un modelo agrupado, es decir que todos los años se agrupan en un gran conjunto de datos y se tratan como observaciones separadas, mientras que en la columna dos (2) se muestra el resultado del modelo de efectos fijos donde se realiza un modelo agrupado (OLS) que captura el efecto de firma. El modelo en esta columna dos supone implícitamente que dentro de cada firma el efecto marginal de las variables dependientes tiene el mismo efecto marginal, es decir no hay efectos del año. Finalmente, en la última columna tres (3) se observa el modelo que incorpora los efectos fijos de firma y año controlando por el sector al cual pertenece la firma. El efecto firma, como se explicó antes, se incluye puesto que las firmas pueden ir cambiando de tamaño en el tiempo. El efecto del tamaño es capturado por las variables b_{Large} y b_{Medium} , que permiten comparar la firma frente las de menor tamaño (Tabla7).

Tabla 7. Resultados estimación panel A

Panel regressions, clustered SEs

Dependent variable: InvID

	Pooled OLS (1)	Company-Sector FE (2)	Company-Sector-Yr FE (3)
DLP	-0.0073*** (0.0011)	-0.0015 (0.0014)	-0.0020 (0.0013)
lag_spill_dif	0.9474*** (0.0129)	0.8423*** (0.0194)	0.8586*** (0.0190)
lagRend	-0.0059 (0.0042)	0.0020 (0.0039)	0.0008 (0.0038)
lagRec	-0.0005 (0.0066)	-0.0029 (0.0053)	-0.0042 (0.0051)
Fle.abs	0.0231*** (0.0033)	0.0217*** (0.0038)	0.0212*** (0.0036)
lagDv	-0.0550*** (0.0116)	-0.0354*** (0.0101)	-0.0383*** (0.0100)
Cost	0.7882 -14.671	-3.2750*** (0.8871)	-2.2247** (0.8705)
Intang_total	0.0144*** (0.0013)	0.0132*** (0.0018)	0.0113*** (0.0017)
AF	0.0058*** (0.0008)	0.0036*** (0.0011)	0.0039*** (0.0011)
bLarge	-11.0883*** (31.894)	-38.293 (34.469)	-0.9046 (32.397)
bMedium	-2.8554*** (0.6781)	0.2948 (0.3905)	1.2083*** (0.4057)
acum_year_firm	0.4844*** (0.0588)	1.2539*** (0.0734)	0.5199* (0.2751)
Constant	29.0043*** (0.8302)		

Observations	54,143	54,143	54,143
R2	0.8895	0.7471	0.7161
Adjusted R2	0.8895	0.6987	0.6615
F Statistic	36,303.2200**	* 11,188.3500***	9,543.1680***
=====			
Note:	*p<0.1;	**p<0.05; ***p<0.01	

Como se indicó en el apartado 4.2.5, para evaluar si es más conveniente un modelo de efectos fijos o aleatorios se usó el Test de Hausman, confirmando el modelo de efectos fijos.

- Hausman Test Columna 2

Data: InvID ~ DLP + lag_spill_dif + lagRend + lagRec + Fle.abs + lagDv + ...
 chisq = 819.03, df = 12, p-value < 2.2e-16
 alternative hypothesis: one model is inconsistent

- Hausman Test Columna 3

data: InvID ~ DLP + lag_spill_dif + lagRend + lagRec + Fle.abs + lagDv + ...
 chisq = 2786.3, df = 12, p-value < 2.2e-16
 alternative hypothesis: one model is inconsistent

El análisis de los resultados de la estimación arrojan problemas de auto correlación serial y heterocedasticidad los cuales se corrigen usando el método Arellano & Bond que hace consistente la matriz de varianza y covarianzas. Para la columna 3 de la tabla 7 muestra las siguientes estimaciones corregidas (Tabla 8).

Tabla 8. Estimadores corregidos por heterocedasticidad y auto correlación con el método Arellano Bond panel A

t test of coefficients:				
	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t)
DLP	-0,00198595	0,00129479	-1,5338	0,1250852
lag_spill_dif	0,85864159	0,018978	45,244	< 2.2e-16 ***
lagRend	0,00081498	0,00378394	0,2154	0,8294737
lagRec	-0,00423175	0,00514032	-0,8232	0,4103718
Fle.abs	0,02123069	0,00362706	5,8534	4.849e-09 ***
lagDv	-0,03828053	0,00999946	-3,8283	0.0001292 ***
cost	-2,22470907	0,87035334	-2,5561	0.0105885 *
Intang_total	0,01133162	0,00172179	6,5813	4.714e-11 ***
AF	0,00386798	0,0010859	3,562	0.0003684 ***
bLarge	-0,90460904	3,23915161	-0,2793	0,7800363
bMedium	1,20832953	0,40561898	2,979	0.0028937 **
acum_year_firm	0,519899	0,27502383	1,8904	0.0587138 .

 Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Los resultados para el panel A muestran una relación positiva entre la InVID y el “lag_spill_dif” (0.8586), esto es, la relación con la inversión que se realiza en el sector en el que se ubica la firma. En otras palabras, existe una persistencia de inversión en I&D de las firmas que son “líderes” en su subsector. La relación es estadísticamente significativa después de los años 1990, y cobra mayor fuerza en el periodo de 2010-2018 (Tabla 9).

Como también lo mostro el análisis descriptivo, las firmas que poseen mayores niveles de Intangibles tienen una asociación positiva con la inversión en I&D. Adicionalmente, el modelo muestra que los flujos de efectivo (Fle.abs) tienen un efecto positivo en la inversión en I&D (0.021) igual que el mantenimiento de activos financieros (0.0039). Se encuentra una relación negativa entre la inversión en I&D y el pago de dividendos realizado en el año inmediatamente anterior (Dv) y la deuda a LP para el primer modelo. Así mismo, tiene un importante efecto negativo sobre la inversión en I&D el costo del endeudamiento que puede estar asociado a que un mayor pago de intereses tiene efecto sobre los resultados del periodo y en la planeación financiera puede implicar menores asignaciones en el periodo a inversiones en I&D (Tabla 7).

Teniendo en cuenta en el análisis descriptivo se observa que hay ciertas tendencias en los datos, por ejemplo, las inversiones en capital fijo marcan una tendencia hacia la caída especialmente después de los 90. Igualmente, se marca una tendencia de crecimiento de las operaciones de recompra y aumento en la representatividad de intangibles especialmente después de 2000, así como el fuerte crecimiento que experimenta el endeudamiento de LP. Las estimaciones se realizan dividiendo el panel en periodos: de 1980-1989, 1990-2000, 2000-2009 y 2010-2018 a efectos de observar algún cambio en la relación y signos en los estimadores (Tabla 9).

Tabla 9.Resultados estimación periodos panel A

Panel regressions, clustered =====	SEs			
	1980-1989 (1)	1990-1999 (2)	2000-2009 (3)	2010-2018 (4)
	Dependent variable:			
	InvID			
DLP	-0.0060** (0,0024)	-0.0059*** (0,0013)	-0.0070*** (0,0011)	-0.0062*** (0,0013)
lag_spill_dif	0.8885*** (0,0347)	0.8162*** (0,0135)	0.9173*** (0,0146)	0.9896*** (0,0159)
lagRend	0,0062 (0,0091)	0.0182*** (0,0033)	0.0106*** (0,0029)	-0.0169*** (0,0062)
lagRec	0,0207 (0,0472)	0,0081 (0,0148)	0.0180*** (0,0058)	-0.0200** (0,009)
Fle.abs	0.0217*** (0,0056)	0.0150*** (0,0032)	-0,0003 (0,0024)	0.0342*** (0,0052)
lagDv	-0,013 (0,0301)	-0,0171 (0,0138)	-0.0761*** (0,0131)	-0.0435*** (0,0122)
cost	-3,779 (4,9191)	1,1324 (1,3098)	0,854 (1,3829)	1,8892 (4,5189)
Intang_total	0,0111 (0,015)	0.0127*** (0,0034)	0.0102*** (0,0016)	0.0130*** (0,0017)
AF	0.0095*** (0,0027)	0.0098*** (0,0014)	0.0087*** (0,0011)	0.0026** (0,0011)
bLarge	5,319 (4,4897)	2,264 (2,5405)	9.5947*** (3,6606)	-33.4176*** (9,1654)
bMedium	0,7087 (0,8627)	0,0942 (0,5108)	-2.3162*** (0,8552)	-8.5360*** (1,9003)
acum_year_firm	0.4424* (0,2349)	0.2306*** (0,0645)	0.7536*** (0,1001)	0.9231*** (0,1747)
-----	-----	-----	-----	-----
Observations	3.286	17.389	18.956	14.512
R2	0,8798	0,8463	0,8807	0,8551
Adjusted R2	0,8041	0,8208	0,8628	0,8346
F Statistic	1,229.2840***	6,842.4470***	10,137.2700***	6,250.6720***
=====	=====	=====	=====	=====
Note:	*p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01			

Tabla 10. Estimadores corregidos por heterocedasticidad y autocorrelacion con el método Arellano Bond panel A

1980-1989

t test of coefficients:

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t)
DLP	-0,0059942	0,0024154	-2,4817	0,0131559 *
lag_spill_dif	0,8884608	0,0345844	25,6896	2,2e-16 ***
lagRend	0,0062272	0,00912	0,6828	0,4948057
lagRec	0,0207184	0,0470931	0,4399	0,6600238
Fle.abs	0,0217404	0,0056112	3,8745	0,0001103 ***
lagDv	-0,0130088	0,0299974	-0,4337	0,6645796
cost	-3,7790458	4,9080946	-0,77	0,4414128
Intang_total	0,0110835	0,0149537	0,7412	0,4586656
AF	0,0094843	0,0026703	3,5517	0,0003915 ***
bLarge	5,3189704	4,4796514	1,1874	0,2352246
bMedium	0,7087355	0,8607275	0,8234	0,4103698
acum_year_firm	0,4423786	0,2343812	1,8874	0,0592458 .

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

1990-1999

t test of coefficients:

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t)
DLP	-0,0058675	0,0012593	-4,6592	3,203e-06 ***
lag_spill_dif	0,8162224	0,0135004	60,4593	2,2e-16 ***
lagRend	0,0182432	0,0033319	5,4753	4,438e-08 ***
lagRec	0,0081232	0,0148037	0,5487	0,5831987
Fle.abs	0,0149837	0,0031858	4,7032	2,584e-06 ***
lagDv	-0,0171167	0,0138036	-1,24	0,2149871
Cost	1,1324098	1,309092	0,865	0,3870337
Intang_total	0,0127147	0,003354	3,791	0,0001507 ***
AF	0,0097696	0,0014024	6,9663	3,391e-12 ***
bLarge	2,2640226	2,5391329	0,8917	0,3725939
bMedium	0,0942393	0,5104889	0,1846	0,8535406
acum_year_firm	0,2305525	0,0644229	3,5787	0,0003464 ***

Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

2000-2009

t test of coefficients:

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t)
DLP	-0,00702209	0,00110794	-6,338	2,389e-10 ***
lag_spill_dif	0,91734314	0,01457592	62,9355	2,2e-16 ***

lagRend	0,0105572	0,0029244	3,61	0,0003071 ***
lagRec	-0,01801627	0,00584188	3,084	0,0020459 **
Fle.abs	-0,00026384	0,00234903	-0,1123	0,9105716
lagDV	-0,07612987	0,01313761	-5,7948	6,965e-09 ***
cost	0,8540412	1,38214206	0,6179	0,5366423
Intang_total	0,01019097	0,00160502	6,3495	2,217e-10 ***
AF	0,00870339	0,00114452	7,6044	3,016e-14 ***
bLarge	9,59471625	3,65869248	2,6224	0,0087382 **
bMedium	-2,31618998	0,85471159	-2,7099	0,0067371 **
acum_year_firm	0,75363533	0,1000185	7,535	5,138e-14 ***

 Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

2010-2018

t test of coefficients:

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t)
DLP	-0,0061767	0,0013443	-4,5948	4,373e-06 ***
lag_spill_dif	0,9895557	0,015937	62,0917	2,2e-16 ***
lagRend	-0,0168886	0,0061732	-2,7358	0,0062314 **
lagRec	-0,0199573	0,0089857	-2,221	0,0263673 *
Fle.abs	0,0342394	0,0051709	6,6216	3,696e-11 ***
lagDV	-0,0434923	0,0121885	-3,5683	0,0003606 ***
Cost	1,8891727	4,5157014	0,4184	0,6756936
Intang_total	0,0130277	0,00166	7,848	4,564e-15 ***
AF	0,0025894	0,0011011	2,3517	0,0187052 *
bLarge	-33,4176249	9,1590325	-3,6486	0,0002647 ***
bMedium	-8,5360136	1,8989489	-4,4951	7,014e-06 ***
acum_year_firm	0,923077	0,1745666	5,2878	1,258e-07 ***

 Signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

En todos los periodos se mantiene significativa la relación negativa del endeudamiento y las inversiones de I&D, así como la importancia de las diferencias con el sector que motivan esta inversión. La relación positiva de la acumulación de intangibles se fortalece para periodos después de 2000. Las recompras y del pago de dividendos muestran una relación significativa positiva para los periodos 2000-2009 y 2010-2018, en los cuales se amplían estos pagos. Los años acumulados de la firma muestran un efecto positivo sobre la inversión I&D. Algo particular en estas estimaciones es el efecto de ser empresa grande, mientras en los periodos 1990-1999 y 2000 - 2009 presenta una relación positiva significativa, para el periodo 2010-2018 muestra un estimador altamente negativo.

Se aplica el mismo modelo para el panel B, además de controlar por firma y sector, se controla por país. Las estimaciones muestran algunas características similares a los

resultados arrojados para el panel A. La diferencia principal está en que la relación con el promedio de la inversión en I&D de la industria es significativamente menor que en el caso de Estados Unidos. Entre otras diferencias, la deuda después de ajustes por heterocedasticidad y auto correlación no presenta un estimador negativo y el flujo de efectivo tampoco parece ser una variable significativa (Tabla 11 y 12).

Tabla 11. Resultados estimación panel B

	Dependent variable		
	Pooled OLS	Company-Sector-country FE	Company-Sector-Yr -countryFE
	(1)	(2)	(3)
DLP	-0.0075 (0.0051)	-0.0064 (0.0071)	-0.0025 (0.0064)
lag_spill_dif	0.6306*** (0.0375)	0.4539*** (0.0485)	0.5120*** (0.0376)
lagRend	0.0014 (0.0134)	-0.0128 (0.0145)	-0.0151 (0.0124)
lagRec	-0.0274* (0.0141)	-0.0328 (0.0216)	-0.0238 (0.0188)
Fle.abs	0.0064 (0.0106)	-0.0137 (0.0134)	-0.0104 (0.0118)
lagDv	-0.0525*** (0.0198)	-0.0762*** (0.0262)	-0.0752*** (0.0225)
cost	4.3542 (8.2692)	-0.8210 (5.3018)	1.1060 (4.7028)
Intang_total	0.0026 (0.0050)	0.0107 (0.0070)	0.0131** (0.0061)
AF	0.0271*** (0.0043)	0.0314*** (0.0070)	0.0257*** (0.0060)
bLarge	3.3514 (14.7524)	6.2789 (13.6701)	6.5331 (12.4812)
bMedium			
acum_year_firm	16.5878*** (5.1419)	-61503 (4.2369)	24.1903*** (6.8977)
Constant	54.7229*** (5.6922)		(1.8714)
Observations	4,546	4,546	4,546
R2	0.7943	0.5261	0.5710
Adjusted R2	0.7937	0.3821	0.4365
F Statistic	1,458.5310***	322.4820***	383.8477***
Note:	*p<0.1;	**p<0.05; ***p<0.01	

- Hausman Test columna 2
`data:InVID ~ DLP + lag_spill_dif + lagRend + lagRec + Fle.abs + lagDv + ...`
`chisq = 418.84, df = 12, p-value < 2.2e-16`
`alternative hypothesis: one model is inconsistent`
- Hausman Test Columna 3
`data:InVID ~ DLP + lag_spill_dif + lagRend + lagRec + Fle.abs + lagDv + ...`
`chisq = 383.02, df = 12, p-value < 2.2e-16`
`alternative hypothesis: one model is inconsistent`

Tabla 12. Corrección de estimaciones método Arellano Bond panel B

t test of coefficients:

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t)
DLP	-0,0025057	0,0064265	-0,3899	0,6966294
lag_spill_dif	0,5120396	0,0375673	13,6299	< 2.2e-16 ***
lagRend	-0,0151063	0,0124028	-1,218	0,2233153
lagRec	-0,0237884	0,0187859	-1,2663	0,2054964
Fle.abs	-0,0103864	0,0117735	-0,8822	0,3777347
lagDv	-0,0752432	0,0225015	-3,3439	0.0008348 ***
cost	1,1059777	4,6943465	0,2356	0,8137587
Intang_total	0,0130738	0,0060715	2,1533	0.0313638 *
AF	0,0257163	0,0060319	4,2634	2.067e-05 ***
bLarge	6,5330726	12,4587961	0,5244	0,6000518
bMedium	24,1902763	6,8852987	3,5133	0.0004482 ***
acum_year_firm	-5,4377556	2,0488322	-2,6541	0.0079890 **
signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1				

Para efectos comparativos, se realiza estimación para los dos paneles en el mismo periodo 1990-2018. Teniendo en cuenta que en las empresas de Europa es más común el pago de dividendos que recompras y en las estimaciones éstas resultaron no significativas e implican una pérdida importante de observaciones por lo tanto se evalúa el efecto capturado por el total de pagos a accionistas como la agregación de recompras y pago de dividendos.

El endeudamiento en el caso del panel A, muestra una relación más fuerte entre inversión en I&D y la competencia sectorial en inversiones en I&D que en el caso del panel B. En los dos casos resulta negativa la relación con los pagos a accionistas, con mayor efecto negativo influido por el pago de dividendos en el caso del panel B. Se confirma una asociación positiva del mantenimiento de activos financieros y de activos intangibles sobre

la inversión en I&D para los dos paneles. Para el panel A se confirma el efecto negativo que genera sobre la inversión en I&D que la empresa sea catalogada como grande y como empresa mediana frente a la categoría de pequeña. De manera diferente se torna significativamente positivo para el caso del panel B. Los datos de muestran en el Cuadro 13.

Tabla 13. Resultados estimación comparativo panel A y panel B 1990-2018

Panel regressions, clustered SEs

```

=====
Dependent variable:
InvID
USA          EUR
DLP          -0.0049***      -0.0011
              (0.0013)         (0.0037)
lag_spill_dif 0.9005***          0.5309***
              (0.0154)         (0.0254)
lagRend       -0.0012             -0.0121*
              (0.0041)         (0.0069)
Fle.abs       0.0208***          -0.0036
              (0.0036)         (0.0078)
lag_totalpay -0.0099**           -0.0540***
              (0.0040)         (0.0119)
cost          -1.6065             1.0236
              (1.2810)         (2.4808)
Intang_total  0.0141***           0.0105***
              (0.0017)         (0.0032)
AF            0.0046***           0.0234***
              (0.0010)         (0.0038)
bLarge       -6.3973*             26.4574***
              (3.6414)         (7.2025)
bMedium      -3.2220***          27.9851***
              (0.7792)         (4.6467)
acum_year_firm 1.2042***          -7.5767***
              (0.0803)         (1.5475)
-----
Observations 49,235          11,498
R2           0.8099          0.5370
Adjusted R2  0.7739          0.4477
F Statistic 16,036.1500***  1,016.3140***
=====
Note: *p<0.1; **p<0.05; ***p<0.01

```

- Hausman Test USA

```

data:InvID ~ DLP + lag_spill_dif + lagRend + Fle.abs + lag_totalpay + ...
chisq = 687.45, df = 11, p-value < 2.2e-16
alternative hypothesis: one model is inconsistent

```

- Hausman Test EUR

```

data:InvID ~ DLP + lag_spill_dif + lagRend + Fle.abs + lag_totalpay + ...
chisq = 38.593, df = 11, p-value = 6.211e-05
alternative hypothesis: one model is inconsistent

```

USA

t test of coefficients:

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t)
DLP	-0,00494268	0,00133824	-3,6934	0.0002215 ***
lag_spill_dif	0,90050679	0,01540922	58,4395	< 2.2e-16 ***
lagRend	-0,00115994	0,00405735	-0,2859	0,7749675
Fle.abs	0,02081928	0,00360219	5,7796	7.540e-09 ***
lag_totalpay	-0,00991317	0,00400121	-2,4775	0.0132330 *
cost	-1,60646964	1,28079429	-1,2543	0,2097488
Intang_total	0,014116	0,00166442	8,4811	< 2.2e-16 ***
AF	0,00460204	0,00098561	4,6692	3.033e-06 ***
bLarge	-6,39734525	3,64076996	-1,7571	0.0789012 .
bMedium	-3,22202486	0,77905762	-4,1358	3.544e-05 ***
acum_year_firm	1,20417563	0,0803114	14,9938	< 2.2e-16 ***

signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

t test of coefficients: EUR

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t)
DLP	-0,0010928	0,0037462	-0,2917	0,7705169
lag_spill_dif	0,530882	0,0253552	20,9378	< 2.2e-16 ***
lagRend	-0,0121105	0,0068612	-1,7651	0.0775832 .
Fle.abs	-0,0036388	0,0077806	-0,4677	0,6400251
lag_totalpay	-0,0539926	0,0119346	-4,524	6.140e-06 ***
cost	1,0235598	2,4789095	0,4129	0,6796837
Intang_total	0,010468	0,003217	3,2539	0.0011422 **
AF	0,0233613	0,0038427	6,0794	1.252e-09 ***
bLarge	26,4573647	7,1970873	3,6761	0.0002381 ***
bMedium	27,9850949	4,6431874	6,0271	1.730e-09 ***
acum_year_firm	-7,576694	1,5463015	-4,8999	9.746e-07 ***

signif. codes: 0 '***' 0.001 '**' 0.01 '*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

Las relaciones encontradas no implican ningun tipo de causalidad, sin embargo, algunas son indicativas de lo que se encuentra documentado en la literatura como puede ser el caso de la relación negativa de la I&D con el endeudamiento en el caso de empresas de Estados Unidos y el efecto que ejerce el sector sobre este tipo de inversiones. Así mismo, la relación negativa con los pagos a accionistas puede ser explicada por el sacrificio de recursos de ganancias retenidas para inversión que son pagadas como dividendo y el efecto de la recompra que resulta ser más positivo para la valorización de la empresa en el mercado de capitales que también implica sacrificio de flujos de efectivo que pudieran

ser invertidos en I&D. Siendo el capital social más costoso, la recompra reduce el capital, mejora indicadores financieros de rentabilidad por lo que se torna mucho más favorable hacer recompra y recurrir a la deuda. De otra parte, en la medida en que la inversión en I&D afecta directamente el resultado y los indicadores asociados a este, las firmas van a suavizar este tipo de inversiones cuidando los indicadores de resultados. En los siguientes apartes se realiza discusión de algunos de estos aspectos con fundamento en la revisión de literatura comentada en los capítulos previos.

6. Resultados analíticos: tendencia en factores asociados a la financiarización corporativa e inversión en I&D

6.1 Resultados analíticos

Las estimaciones y análisis estadístico realizado, antes que establecer los determinantes casuales de la inversión en I&D, ha buscado analizar posibles relaciones y/o asociaciones de condiciones representativas de las financiarización a nivel de grandes empresas y la mayor o menor asignación de recursos a este tipo de inversiones, así como el análisis de las condiciones que se han señalado en la literatura previa como representativas de un enfoque en la generación de valor para el accionista en detrimento de la inversión productiva.

Como se documentó en el capítulo 2 de este trabajo, la literatura sobre financiarización y sus manifestaciones a nivel de las CNF reconoce dos hechos estilizados: (i) el aumento de recompras de acciones y pago de dividendos a accionistas y (ii) la mayor acumulación de activos financieros con el consecuente aumento de rentas financieras, tendencia que se considera genera efectos negativos sobre la inversión en capital fijo. A través de los datos explorados y lo indicado previamente, introduciendo la consideración de la inversión en I&D se encuentran algunos aspectos que aportan al análisis sobre la noción de FCNF que tienen que ver con que este tipo de inversión presenta unas características diferentes a la inversión en capital fijo y por tanto en su relación con variables asociadas a la financiarización. A este respecto los hallazgos se resument en: (i) se observa una tendencia general de caída en la inversión de capital fijo pero no en inversiones en I&D, (ii) la tendencia de aumento de recompra de acciones y pago de dividendos presenta una clara concentración en grandes empresas pero estas son las que más recursos asignan a I&D en terminos absolutos, aunque se tornan menos intensivas, (iii) el crecimiento de la deuda corporativa y el cambio en las estructuras de financiamiento ha estado acompañado por el aumento de los procesos de recompra de acciones, (iv) junto con el mantenimiento de activos financieros se encuentra una tendencia creciente en la participación de intangibles en la estructura de activos de las empresas y (v) la principal diferencia que se

presenta en el panel de empresas de Europa y de Estados Unidos es una baja tendencia en la recompra de acciones para el caso de las primeras.

En general, en la exploración analítica de datos se observa que existe una mayor intensidad en inversiones en I&D y capital fijo en las firmas clasificadas como de menor tamaño, aunque como se ha indicado antes, son empresas que se cotizan públicamente en el mercado de valores y por tanto, no se trata específicamente de la categoría de pequeñas firmas sino de una diferenciación dentro de la muestra, dado el amplio rango en la posesión de activos e ingresos en las empresas consideradas.

La caída en la inversión en capital fijo es un hecho que los datos exhiben para estas grandes compañías. Las explicaciones que en la literatura se han dado contiene diversas miradas, desde las que atribuyen un trade-off con inversiones de tipo financiero o aquellas que explican tal situación por los cambios a nivel tecnológico. Estos cambios han hecho que el concepto de grandes empresas con infraestructura de extensas fábricas haya cambiado. La literatura sobre financiarización corporativa reseñada en este trabajo ha asociado la menor inversión en capital fijo a los fuertes procesos de recompra de acciones en el contexto de empresas de Estados Unidos. Sin embargo, esto puede estar relacionado con la internacionalización de estas empresas que han deslocalizado sus procesos de producción y a la mayor intensidad tecnológica, de manera que la nueva tecnología puede ser mucho más eficiente con menos inversiones. Esto sumado a que la tendencia de aumento de activos intangibles, antes que activos físicos, es una característica que se torna distintiva, tal como se ha evidenciado en el análisis de datos.

Contrario a las inversiones en capital fijo, en el agregado las inversiones en I&D muestran una tendencia de crecimiento, especialmente en sectores intensivos en tecnología y conocimiento, tales como los de tecnologías de la información y de cuidado de la salud donde está incluida la industria farmacéutica. Son las grandes firmas las que realizan mayores asignaciones de recursos en términos absolutos a actividades en I&D, sin que sean las más intensivas, pues como se ha mostrado, las empresas de menor tamaño en promedio son más intensivas, es decir hacen más esfuerzo en asignar recursos a estas

actividades. En la literatura se suele atribuir la menor intensidad en I&D de las empresas de gran tamaño a una mayor productividad.

Las empresas de mayor tamaño se tornan menos intensivas tanto en inversiones en I&D como en inversiones en capital fijo, de manera que han dispuesto de amplios flujos de efectivo, además soportados por un alto endeudamiento que les ha permitido realizar operaciones de recompra, mayor pago de dividendos y mantenimiento de mayores inversiones financieras y de activos intangibles. Estos podrían ser indicadores de la capacidad de extracción de rentas futuras que refuerzan el ejercicio de poder monopólico de algunas empresas.

El análisis descriptivo muestra que efectivamente se venía dando hasta 2018 un crecimiento tanto en el pago de dividendos como en las operaciones de recompra. Dada la tendencia de estos pagos, las estimaciones para el caso de Estados Unidos muestran un efecto negativo de las recompras y del pago de dividendos significativo sobre la inversión en I&D para los periodos 2000-2009 y 2010-2018. En el panel de Europa, las recompras no muestran una relación significativa con la inversión en I&D, mientras que su relación con los dividendos es negativa. Las recompras han sido realizadas más por las empresas grandes, tal es el caso de Apple que en 2018 realizó recompras por 75.265 millones de dólares y de 2008 a 2018 por valor de 250.000 mil millones de dólares, lo que podría ser el equivalente al 23% de su valor de mercado en 2018 y a la tercera parte del valor de empresas como Amazon en el mismo año. Esto puede explicar que en las estimaciones el efecto de ser empresa grande, en la década del 90 y en el periodo 2000 - 2009 presente un efecto positivo significativo sobre la inversión en I&D, mientras que para el periodo 2010-2018 muestra un indicador altamente negativo para empresas de Estados Unidos.

En el caso de las empresas del panel B, la menor recompra puede estar asociada con la limitación que existía en la regulación para este tipo de operaciones y también a la relación que puede estar implicada por una menor compensación a través de participaciones de capital de CEOs. Esto contrario a lo observado en empresas de Estados Unidos, como se indicará más adelante.

Así mismo, los trabajos previos han asociado una relación negativa entre el mantenimiento de activos financieros e inversiones, sin embargo, en el trabajo descriptivo y econométrico realizado tanto para las empresas registradas en Estados Unidos como en Europa, se encuentra una relación positiva entre activos financieros e inversiones en I&D.

Un aspecto característico de la estructura financiera de las grandes compañías que se observa y es mucho más representativo que la idea de crecimiento de activos financieros es la ganancia de participación de la categoría de activos intangibles sobre el total de activos. Los datos y análisis descriptivo lo confirma así como las estimaciones econométricas que señalan una relación positiva entre intangibles e inversiones en I&D. En esta relación el nivel de causalidad podría ser bidireccional en el sentido en que mayores inversiones en I&D propician la acumulación de activos intangibles. Sin embargo, esto puede no ser del todo cierto en la medida en que una proporción importante, alrededor del 60% de este tipo de activos está constituido por la categoría de goodwill que no se trata necesariamente de un intangible generado por las actividades de I&D puesto que es generado por las operaciones de negocios. Una característica que también se encuentra refiere a que el rendimiento promedio de las empresas con mayor peso promedio de intangibles es superior comparado con las de menor proporción de estos activos.

Sobre la ampliación de la deuda empresarial se corrobora el hecho de estar concentrada en las empresas de mayor tamaño, favorecido por la caída de tasas de interés y crédito barato. En la comparación por tamaño de empresas, el promedio muestra que el costo de deuda es superior para empresas de menor tamaño mientras que se torna menor para las empresas con mayor tamaño. Esto sumado a los beneficios tributarios de la deuda podría explicar la recomposición del capital de financiamiento a favor del endeudamiento que venía caracterizando a las grandes empresas de Estados Unidos.

Como se indicó antes, la principal diferencia en las variables que pueden asociarse a las condiciones de financiarización corporativa entre empresas del panel A y el panel B tiene que ver con una tendencia menor de recompras en el caso de las segundas, siendo la distribución de sus dividendos hasta tres veces superior a las mismas. Esto muestra una mayor proporción de flujos de efectivo usados en inversiones en I&D y de capital fijo. Sin

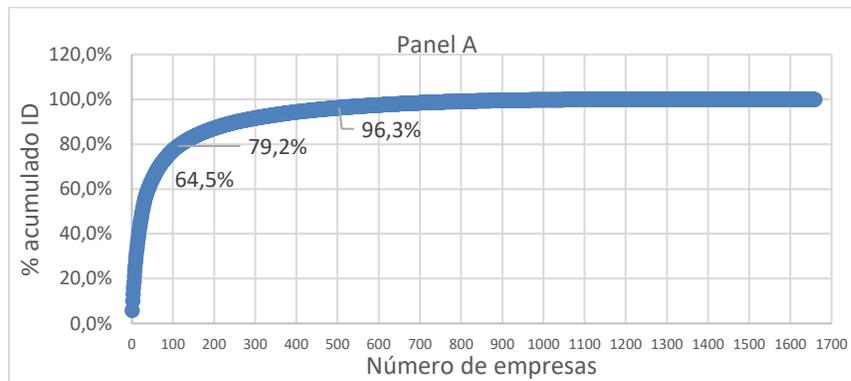
embargo, el mayor efecto negativo de los pagos a accionistas se encuentra sobre las inversiones en capital fijo, antes que en las inversiones en I&D.

A continuación se amplía el análisis de las tendencias previamente descritas sobre la FCNF en su relación con las inversiones en I&D.

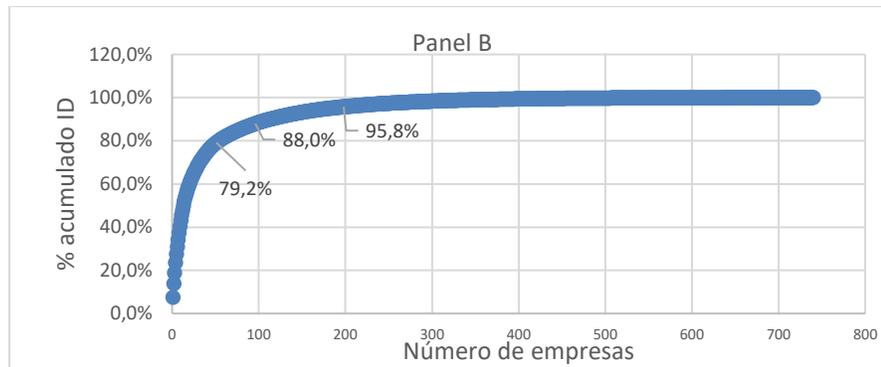
6.2 Inversiones en I&D y concentración de pagos a accionistas en grandes compañías

La hipótesis Shumpeteriana establece que las empresas grandes tienen más interés y capacidad de realizar inversiones en I&D. Los datos explorados en el capítulo previo confirman¹² que en términos absolutos la inversión en I&D está concentrada en las grandes compañías. Para las empresas del panel A, las primeras 50 compañías representan el 64,5% de inversión en I&D realizada por el grupo de compañías activas en 2018 que presentan información para esta variable (1659 compañías), las primeras 100 el 77,4% y las primeras 500 el 96,2% (Figura 40). Igual para el caso del panel B en el que la concentración de la inversión en I&D es aún mayor, las primeras 50 compañías representan el 78% y las primeras 100 el 88,5%.

Figura 38. Acumulado de participación en Inversión en I&D de empresas panel A y panel B en 2018



¹² Otros datos por ejemplo los del Ranking de las 2500 de empresas con mayores inversiones en ID del EU Industrial R&D Investment Scoreboard, ha venido mostrando esta tendencia, las primeras 50 compañías concentran el 40% de la inversión, las primeras 100 compañías el 51% y las primeras 500 el 81%.



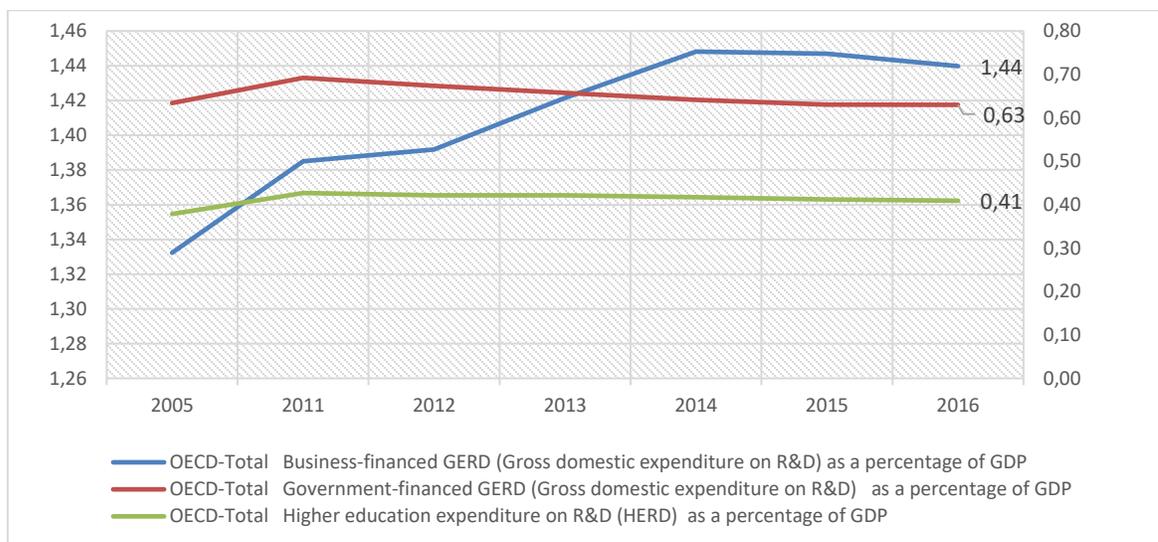
Fuente: Elaboración propia- base de datos Compustat

La anterior composición porcentual de participación de empresas está dada en valores absolutos. Sin embargo, como lo ha mostrado el análisis estadístico previo, la intensidad en I&D es mayor para las empresas de menor tamaño. Así mismo, igual que en el caso de las recompras, el rango de variación del indicador relativo de inversión en I&D puede ser amplio entre una y otra empresa.

Son amplios los estudios que relacionan las inversiones en I&D y el tamaño de la empresa. Aunque en su mayoría encuentran que la inversión en I&D aumenta con la escala de la empresa, en cuanto a la productividad de la misma hay divergencia. La relación positiva entre productividad de I&D y tamaño de la firma se atribuye a las economías de escala. Sobre las economías de escala se considera que una mayor escala amortiza los costos fijos por innovación por lo cual los retornos pueden ser mayores en grandes empresas, estas están en mejores condiciones de manejar el riesgo puesto que pueden tener una cartera más amplia de proyectos que confiere diversidad técnica y aumenta la probabilidad de diversas aplicaciones en la empresa, así mismo, la gran escala también significa un conjunto más amplio de mercados de productos (Knnot & Vieregger, 2015, p. 2). Sin embargo, hay quienes establecen que no necesariamente el vínculo entre el tamaño de la empresa y una innovación más incremental por las ventajas de costo, se puede traducir en que una industria compuesta por empresas más grandes sea más innovadora a largo plazo (Cohen, 2010, p. 154). En el mismo sentido, se reconoce que aunque las empresas pequeñas tienden a participar menos en las inversiones en I&D, gastan más relativamente y tienden a ser más productivas (Nootboom 1994, Plehn-Dujowich, 2009).

De la información agregada, la mayor proporción de inversión en I&D en relación con la participación en el producto interno bruto en el agregado es realizada por el sector empresarial, alrededor del 60%, para los países de la OECD en la última década. La participación el restante corresponde al gobierno (28%) y por instituciones de educación superior (12%). Sin embargo, la industria concentra su inversión en investigación aplicada, estando el financiamiento de la investigación básica a cargo fundamentalmente del gobierno, centros e instituciones de educación superior (Figura 41).

Figura 39. Gasto en I&D (%PIB) promedio países de la OECD por fuente de recursos



Fuente: Main Science and Technology Indicators: Volume 2018/1 - ISSN 1609-7327 - © OECD 2018

Según Wu (2018), el comportamiento de las inversiones en I&D como proporción del PIB, en el caso específico de Estados Unidos es anémico con un cambio del 2.6 al 2.7 por ciento de 2000 a 2016. “Las empresas están dirigiendo más de sus inversiones en I&D hacia el desarrollo de productos que tienen el potencial de generar rendimientos en el corto plazo y asignan menos a la investigación básica y aplicada que lleva más tiempo en dar frutos” (Wu, 2018, p.16).

Una cuestión particular de tendencia es que las empresas con mayor inversión en I&D se encuentran en los sectores de tecnologías de información y farmacéutico, no obstante también estos sectores participan de manera importante en las operaciones de recompra

en el caso de Estados Unidos. Para el caso del panel B, aunque las operaciones de recompra se venían generalizando, se ha dado una mayor ampliación de pago de dividendos y aunque en promedio se tiene una proporción menor del ingreso neto de pagos a accionistas, tampoco se muestra que se tenga diferencias significativas en la intensidad en I&D. En las estimaciones el efecto de los pagos a accionistas configurados en su mayoría por pagos de dividendos tiene un efecto negativo mayor sobre la inversión en I&D comparado con en el caso de Estados Unidos.

Lazonick (2014) para el periodo 2003-2012 estimó que las recompras de acciones y los dividendos totalizaron el 91% de los ingresos netos en las firmas S&P500. Fried y Wang (2018) confirman que la proporción de dividendos y recompras de acciones con respecto a los ingresos netos es alta, alcanzando el 96% durante el período de 2007 a 2016. Para el caso de Estados Unidos, también los datos explorados en este trabajo muestran que para el periodo 1980-2018 el total pagos a accionistas (dividendos y recompras) significaron el 90.8% del ingreso neto, en el caso de las recompras el 37%. Para el periodo 2000-2018, los pagos significaron el 96% del ingreso neto y las recompras alrededor del 44%. A nivel de empresas, por ejemplo, Exxon Mobil y Apple son las empresas que mayores recursos en valores absolutos dedicaron a recompras hasta 2018. El orden en recompras fue seguido por empresas como Microsoft, IBM, Cysco systems, Pfizer. Las primeras cincuenta compañías con más recompras efectuadas en 2000-2018, concentran el 48% de las mismas, las primeras 100, el 62% y las primeras 200 el 75% (Anexo de análisis estadístico-A.6)

Para el panel de empresas de Europa, se encontró que las recompras y dividendos promedio representaron el 48% de los ingresos netos durante el período 1990-2018. Para este grupo, en conjunto, los valores distribuidos en dividendos han sido de mayor tamaño (3 veces más grandes) que los valores de recompra. Estas últimas para el periodo considerado fueron 12% promedio.

Al comparar los recursos agregados asignados a recompras y el pago de dividendos frente a los destinados a I&D, la relación recompra sobre I&D para el grupo de empresas del panel de Estados Unidos era de 0.13 en 1980, 0.22 en 1990, 0.60 en 2010 y 1,13 en 2018.

Las recompras superan los recursos asignados a I&D a partir de 2004 cuando se acentúan estas operaciones en Estados Unidos. Para el panel de empresas de Europa esta relación era de 0.22 en 2000, 0.17 en 2010 y 0.31 promedio en 2018 (Tabla 14)

Tabla 14. Relación pagos accionistas/inversiones en I&D (media) paneles de datos A y B

	Panel A-Estados Unidos				Panel B-Europa			
	Rec/I&D	Div/I&D	Totalpay/I&D	Totalpay/I&D +Capex	Recom/I&D	Div/I&D	Totalpay/I&D	Totalpay/I&D +Capex
1980	0,13	1,15	1,28	0,08	n.d	n.d	n.d	n.d
1990	0,22	0,74	0,97	0,24	0,00	0,33	0,3271	0,327
2000	0,43	0,49	0,92	0,32	0,22	0,29	0,5125	0,148
2010	0,60	0,80	1,40	0,80	0,17	0,66	0,8312	0,245
2018	1,13	0,74	1,87	1,39	0,31	0,57	0,8849	0,319

Fuente: Construcción propia base de datos Compustat

6.3 Crecimiento de la deuda y cambio en las estructuras de financiamiento corporativo

Como ha sido documentado y evidenciado en los datos explorados en este trabajo, el pago realizado a accionistas se acentuó a partir de 2000 y se encuentra acompañado del aumento del endeudamiento corporativo y de un trade-off que se genera entre fuentes de financiamiento. La devolución de capital a accionistas vía recompra de acciones reduce el patrimonio neto a la vez que se generan mayores emisiones de deuda.

El financiamiento de las inversiones que realiza la empresa puede obtenerse a través de los inversores como aportes de capital, a través del endeudamiento con terceros, o recursos propios provenientes de los excedentes generados. Desde la perspectiva legal a los accionistas se les considera como participantes de la propiedad y con capacidad de decidir sobre la compañía por su derecho a voto y como reclamantes residuales. Existen discusiones sobre si se debe considerar a los accionistas como aportantes de capital al igual que quienes otorgan crédito. Hay diferencias en los conceptos y categorías, pero también sobre las implicaciones fácticas en el ámbito de las empresas sobre el tipo de financiamiento. En el caso del financiamiento a través del uso de la deuda se establecen derechos contractuales a favor de los prestamistas bajo los cuales hay un compromiso de reembolso de capital y el pago de intereses como costo del capital tomado en préstamo. Estos prestamistas adquieren el derecho a establecer reclamaciones de sus derechos contractuales en caso de incumplimiento de la compañía y sus derechos se limitan al

reclamo de capital dado en préstamo y el costo del mismo (intereses). Por su parte, quienes aportan capital, llamados accionistas, no tienen garantizada ninguna devolución de recursos aportados, así como tampoco garantizado un beneficio sobre el capital pactado. Si bien es cierto que el traspaso y negociación de su propiedad se da a través de la bolsa de valores y su remuneración se basa en la distribución de dividendos de acuerdo con el desempeño de la compañía, ésta no está obligada ni tiene pactadas fechas específicas para hacer devolución del capital como tampoco de las ganancias. A cambio, los accionistas pueden participar en las decisiones de la compañía y por tanto tienen el derecho a voto.

Desde esta perspectiva, en la teoría financiera los aportes de los accionistas se consideran el capital de riesgo básico que garantiza estabilidad a la empresa frente a la exposición a riesgos como el de insolvencia. El capital social se considera capital paciente que genera financiamiento de largo plazo y que asume riesgos del desempeño empresarial, de tal manera que estos fondos facilitan la inversión en activos a largo plazo que puedan ser necesarios en la actividad productiva. Bajo esta concepción, la estructura de financiamiento e inversión empresarial en la literatura contable y financiera es representada por la relación activos como representativos de la inversión que son equivalentes al interés total y reclamaciones de aportantes de financiamiento representado como los pasivos(endeudamiento) más el patrimonio neto que corresponde a los accionistas. Esta relación también se suele representar como $A - P = C$, que tiene un significado particular al representar que en la medida en que la empresa tiene la obligación contractual con acreedores, los accionistas se convierten en reclamantes residuales sobre activos y por tanto se indica que son los que asumen riesgo.

Como se mencionó en el capítulo 3, el trabajo de Modigliani y Miller (1958) plantea que la inversión empresarial es independiente de las decisiones de financiamiento (estructura de capital) en el ámbito de mercados de capital sin fricciones perfectamente competitivos. Es decir, que dada la diferencia en naturaleza entre las formas bajo las cuales la empresa obtiene financiamiento, no presenta ningún efecto sobre la inversión. No obstante, al relajar los supuestos de mercados perfectos, la literatura ha encontrado que la forma de financiamiento impacta la inversión.

Dentro de los beneficios del uso de deuda se suele considerar que su costo relativo es menor frente al uso de capital, así como el beneficio de poder deducir los intereses antes de impuestos. También en el sentido de la ingeniería financiera, el financiamiento con deuda puede evitar dilución de ganancias por acción que generaría el emitir acciones. No obstante, se reconoce que altos niveles de endeudamiento pueden conducir al incumplimiento financiero. Aunque existen diferentes posturas sobre los efectos del endeudamiento corporativo, una alta dinámica de endeudamiento acompañada de fuertes programas de recompra y de un aumento en el mantenimiento de activos financieros e intangibles, son hechos que suscitan interés sobre las condiciones que explican esta dinámica.

Sobre el papel del mercado de valores, se suele argumentar que las acciones emitidas por las empresas que se transan a través de la bolsa de valores tienen como finalidad facilitar el acceso a recursos de financiamiento para la realización de inversiones productivas. No obstante, la tendencia que se venía presentando hasta finales de 2018 era el creciente aumento de la devolución de capital a accionistas en el caso de empresas de Estados Unidos, así como la ampliación del endeudamiento corporativo especialmente después de la crisis de 2008. A pesar del aparente buen desempeño, estos eran síntomas de fragilidad económica en eventuales incrementos de tasas de interés y caída de precio de acciones. Frente a la eventual crisis desencadenada por el Covid19 en 2020, los efectos del creciente endeudamiento que ya se venía experimentando serán juzgados por los analistas y estudios que sobre esta se generen.

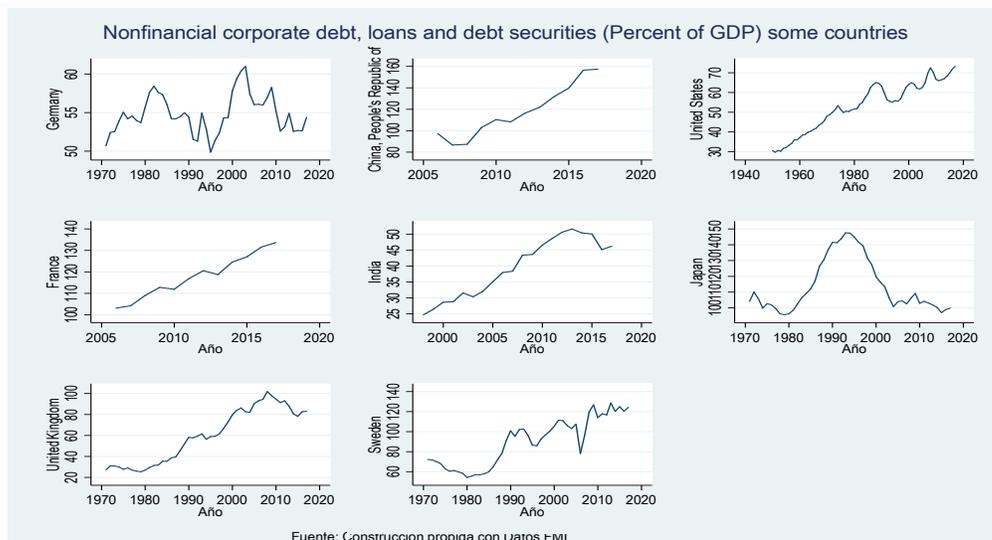
Sobre la importancia de la estructura de capital en las decisiones de inversión, como se desarrolló en el capítulo 3, la literatura sobre I&D plantea que, dada su naturaleza (mayor prima de riesgo, información asimétrica, genera mayores oportunidades de crecimiento), es más favorable su financiamiento a través de recursos de capital o como suele denominarse, recursos propios. “Las empresas con acceso a una liquidez sustancial de fuentes internas invertirían más que las empresas que tienen que recurrir a la financiación externa” (O'Sullivan, 2006).

Algunos estudios empíricos han encontrado que la deuda y la intensidad de la I&D están asociadas negativamente dada la rigidez de los contratos de deuda y la flexibilidad

financiera que implican este tipo de inversiones. Desde la perspectiva del prestatario las inversiones en I&D se pueden considerar riesgosas en tanto no generan activos tangibles que puedan ser usados como garantías. Este tipo de estudios establece que las empresas con alta inversión en I&D tienden a emitir más capital que deuda, igual que aquellas empresas con alta proporción de intangibles (Myers, 2001; Bradley, et, al 1984; Titman and Wessels 1988, Hall and Lerner, 2009; Brown and Peterson, 2009; Cincera & Ravet, 2010).

En las estimaciones econométricas que se desarrollaron se encontró una relación negativa entre la deuda y la inversión en I&D para el caso del panel de empresas de Estados Unidos pero no para el de empresas de Europa. El crecimiento del endeudamiento corporativo que se ha evidenciado en los datos explorados en el presente trabajo, es consecuente con lo que se observa respecto al PIB en otros países desarrollados y emergentes que muestran aumento en el mercado de deuda. En países como Alemania la deuda ha tendido a caer después de la crisis de 2009, no obstante mantiene importante proporción respecto al PIB (54% en 2017), igual en el caso de Japón (99% en 2017). En la Figura 42 se observa el crecimiento de la deuda corporativa en Estados Unidos y otros países.

Figura 40. Endeudamiento corporativo como proporción del PIB de algunos países



Fuente: Construcción propia-Datos FMI

El crecimiento agregado del endeudamiento junto con una tendencia cada vez mayor de recompra de acciones que hacen que la emisión neta de capital en casos como el de Estados Unidos haya sido negativa en el periodo 1980-2018, significa que el financiamiento empresarial se venía dando gracias al endeudamiento en proporciones cada vez mayores. En análisis del Instituto McKinsey Global de 2018, se indica que la emisión de bonos de las CNFs aumentó 2,5 veces de US\$ 800 mil millones en 2007 a US\$ 2 billones en 2017, mientras que el valor global de los bonos corporativos en circulación aumentó 2.7 veces desde 2007, duplicándose como parte del PIB (p.3).

La latente fragilidad que se venía gestando antes de la crisis del COVID-19 está indicada por la composición del mercado de deuda entre de alto rendimiento, que se considera más riesgosa por ser otorgada a empresas con mayor riesgo de incumplimiento, y con grado de inversión que corresponde a la deuda obtenida por empresas con buena calificación crediticia por el bajo riesgo de incumplimiento. A partir de datos de bonos corporativos no convertibles emitidos y no vencidos disponibles en los informes *Fact Book trace* que recopila información sobre el mercado de deuda de renta fija, se observa que los bonos de alto rendimiento pasaron de representar el 36% de los bonos corporativos en 2011 al 73% en 2018 (Tabla 15)

Tabla 15. Emisión de bonos corporativos por nivel de riesgo

Corporate Issues (excluding convertible bonds and equity CUSIPs)								
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Total	28.097	28.911	29.333	31.002	30.498	77.394	85.707	91.822
Investment Grade	17.958	18.615	18.670	19.007	18.823	20.703	21.469	24.634
High-Yield	10.139	10.296	10.663	11.995	11.675	56.691	64.238	67.188
% de emisión bonos High Yield	36%	36%	36%	39%	38%	73%	75%	73%

Fuente: Trace Fact book -Table 1.

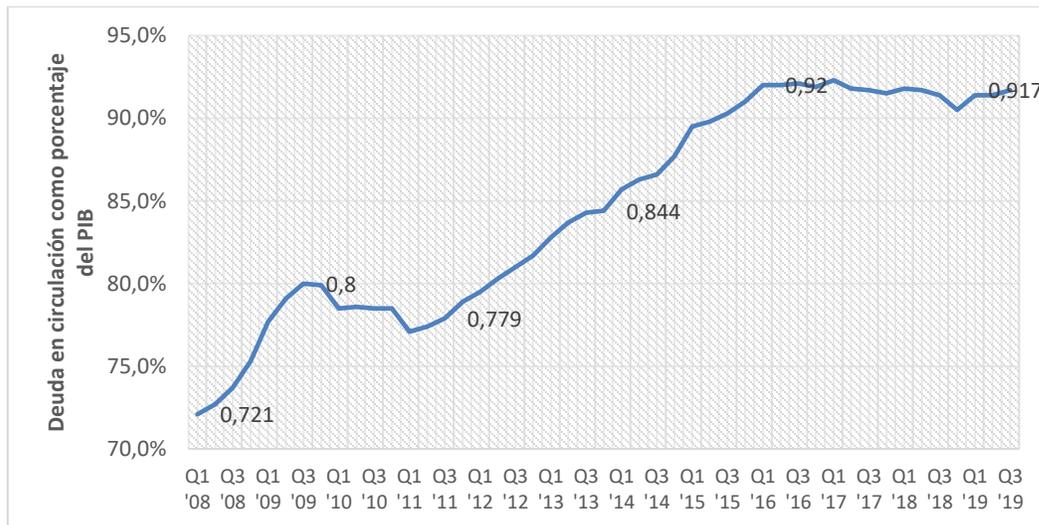
Retomando el informe Makensey (2018), en cuanto a la calificación de riesgo de los bonos corporativos de Estados Unidos, el 40 por ciento tienen calificación BBB, muy cercano al grado de no inversión mientras que el grado de alto riesgo para los emisores BBB aumentó de 1.7 en 2000 a 2.9 en 2017.

La tendencia de deuda creciente tiene relación con el mantenimiento de activos financieros. No se trata solo del endeudamiento empresarial sino de la expansión del

endeudamiento en los diferentes agentes como es el caso de la deuda de los gobiernos que ha generado títulos de deuda que son tomados como inversión por los agentes como en el caso de las compañías no financieras.

La ampliación del endeudamiento corporativo ya venía siendo advertida por los diferentes analistas de manera que alertaban de la implicación que podría tener el endeudamiento corporativo en Estados Unidos y a nivel mundial (Figura 43) en la próxima crisis financiera, antes de la llegada de la pandemia del COVID-19 a comienzos de 2020.

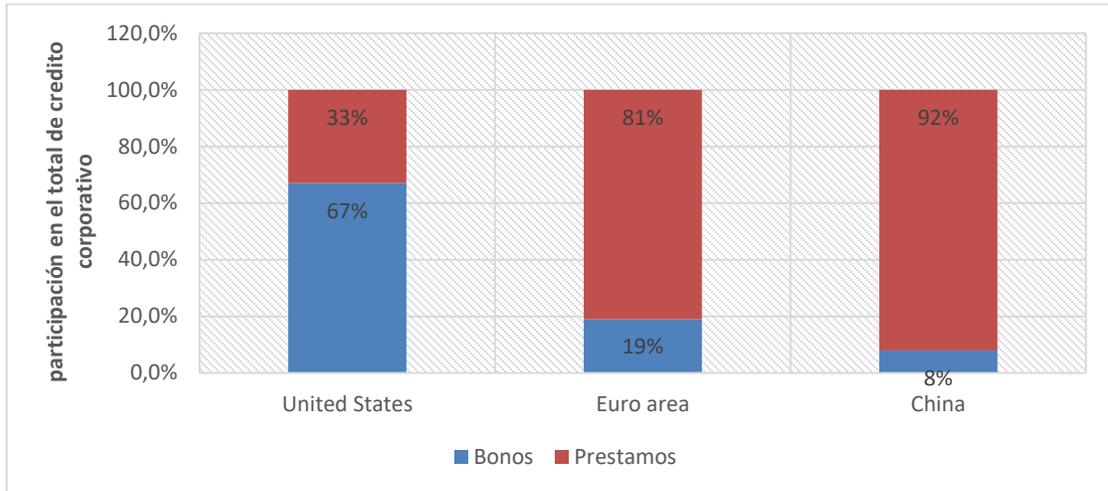
Figura 41. Deuda total de CNF en todo el mundo 2008 -2019 por trimestre (como % del PIB)



Fuente: Base de datos Statista

La emisión de deuda empresarial en Estados Unidos se ha dado en mayor proporción a través de la emisión de bonos corporativos, mientras que en la Zona Euro ha sido a través de la obtención de préstamos del sector financiero. Esta diferencia en la composición de la deuda corporativa a nivel agregado se muestra en la Figura 44.

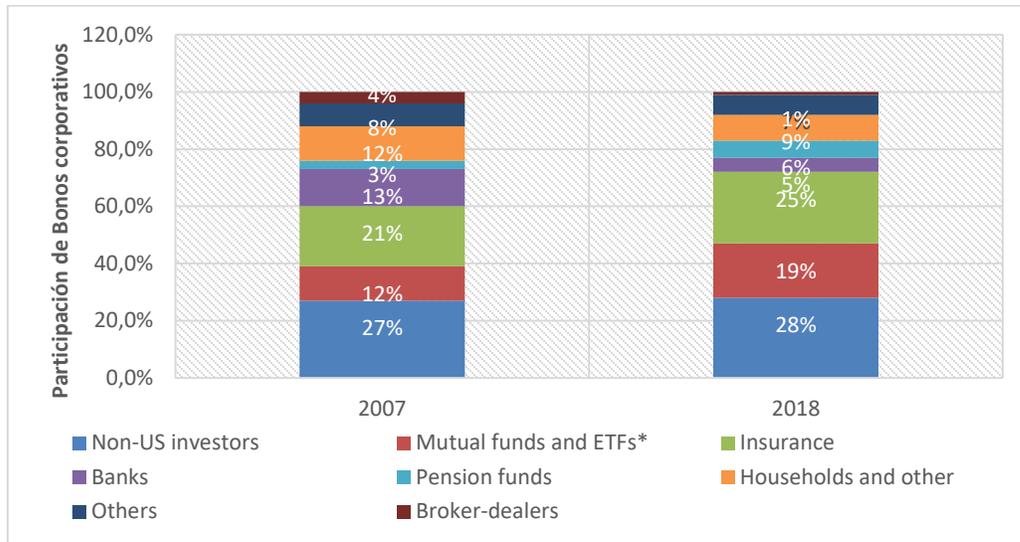
Figura 42. Composición del crédito corporativo en Estados Unidos, la Zona Euro y China, 2018



Fuente: Base de datos Statista

De acuerdo con el documento Corporate Bond Market Trends, Emerging Risks and Monetary Policy de la OECD (2020), a finales de 2019 el stock global de bonos corporativos no financieros alcanzó un máximo histórico de US\$13.5 billones en términos reales, resultado de una acumulación sin precedentes de deuda de bonos corporativos desde 2008 y otros US\$ 2.1 billones en préstamos de compañías no financieras durante 2019, a raíz de un retorno políticas monetarias expansivas a principios de año. Así mismo, señala que en comparación con los ciclos de crédito anteriores, el stock de bonos corporativos en circulación tiene menor calidad de calificación general, mayores requisitos de recuperación de la inversión, vencimientos más largos e inferior protección al inversionista (OECD, 2020, p.5). En cuanto a los tenedores de estos bonos corporativos, en el caso de Estados Unidos una proporción importante está en inversores fuera del país (28%) y en las compañías de seguros, fondos de pensiones, instituciones financieras monetarias como bancos centrales fondos de mercado de dinero y sociedades captadoras de depósitos (Figura 45).

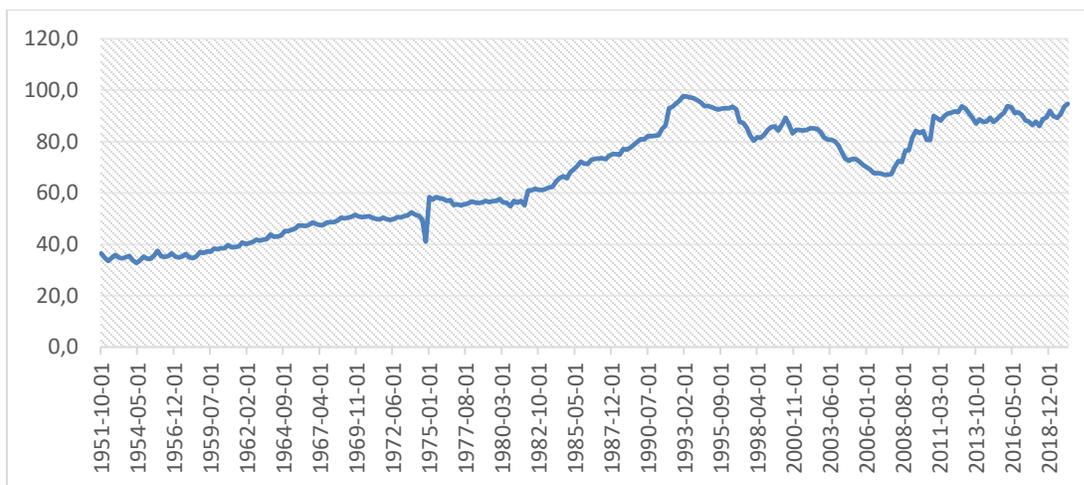
Figura 43.



Fuente: Base de datos Statista

El alto nivel de endeudamiento acompañado de un contexto de bajas tasas de intereses venía generado un trade-off entre recursos patrimoniales y deuda en el ámbito de las CNF que fue evidenciado en los datos explorados en este trabajo y que se corrobora en los datos agregados (Figura 46).

Figura 44. Relación deuda a capital CNF de Estados Unidos



Fuente: FRED- United States. Financial Soundness Indicator, Nonfinancial Corporations; Total Debt as a Percent of Equity, Leve

La Figura 46 muestra el agregado general para Estados Unidos, sin embargo esta tendencia ha sido mayor en las grandes empresas como las que integran el S&P500. Aunque hay diferencias entre empresas por características tales como el sector al que pertenecen, en general, la deuda ha estado creciendo en los últimos años de tal manera que ubica para el índice agregado las obligaciones con acreedores como fuente de financiamiento hasta 3 veces por encima del financiamiento vía capital. En promedio, en términos agregados en 1980 los activos del grupo de compañías S&P500 eran financiados aproximadamente 70% con deuda y 30% con capital mientras que esta relación en 2018 es 80% y 20%, respectivamente. Al analizar la media de la relación deuda a capital de estas empresas se confirma que el endeudamiento corporativo se amplía después de la crisis de 2008. A nivel sectorial, se muestra la relación deuda a capital en la Tabla 16 para el grupo de empresas del S&P500.

Tabla 16. Índice deuda/capital S&P500 promedio por sectores

Sector/Total Debt/Equity_Mean	31/12/2000	31/12/2008	31/12/2010	31/12/2018
Communication Services	2,117	13,955	2,234	2,443
Consumer Discretionary	2,02	3,565	1,248	1,674
Consumer Staples	1,398	2,052	-4,04	3,086
Energy	1,745	1,508	1,329	1,249
Health Care	1,775	3,501	1,399	2,825
Industrials	1,676	1,953	-1,101	1,476
Information Technology	0,87	-4,7144	4,995	0,746
Materials	2,129	1,607	1,836	0,913
Utilities	3,309	3,024	2,757	1,418

Fuente: Compustat-Ratios S&P500 Gic-media

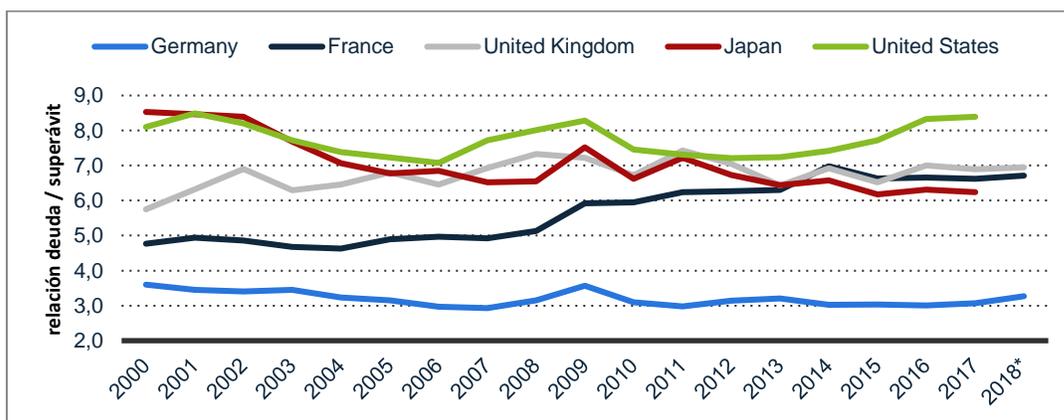
Sobre este tipo de indicadores, se concibe que un alto índice de apalancamiento muestra que una compañía ha sido agresiva en la financiación del crecimiento con deuda, situación que puede generar un efecto negativo en las ganancias empresariales resultado de un mayor gasto por concepto de intereses así como condiciones de fragilidad financiera. Sin embargo, el financiamiento con deuda se favoreció por las bajas tasas de interés desde la crisis de 2008 que han sido mantenidas por la reserva Federal en Estados Unidos y otros bancos centrales de países desarrollados. En un contexto de bajas tasas de interés, el uso de la deuda también resulta más favorable por los beneficios tributarios que representa.

Aunque las grandes compañías tienen mayores facilidades de acceso a recursos de crédito, dada la creciente relación de deuda frente a recursos propios produce riesgo creciente si parte importante de estos recursos tomados en préstamo no se dirigen a actividades de inversión sino a pagos a accionistas e inversiones de tipo financiero

incluidos títulos de duda, esto es deuda para comprar deuda. Adicionalmente, en el caso de los bonos de deuda emitidos por las corporaciones, un aumento en la tasa de interés implica una caída de los precios de estos instrumentos que de ser generalizado conlleva a riesgos sistémicos en el mercado de renta fija. Esto es explicado en la hipótesis planteada por Minsky (1975) sobre inestabilidad financiera y la importancia de las condiciones de estructura de financiamiento y de flujos de efectivo.

El crecimiento de la deuda en las economías desarrolladas también se evidencia en el crecimiento de la relación deuda excedente operativo, este último medido como el valor generado en las actividades de producción después de deducir pagos a empleados (Figura 47)

Figura 45. Proporción de deuda de CNF sobre excedente operativo en las principales economías avanzadas 2000-2018

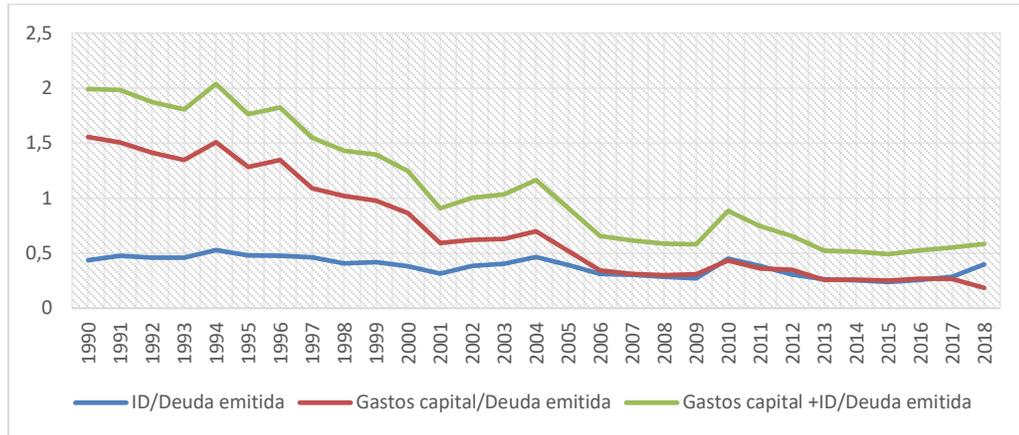


Fuente: Base de datos Statista

Un aspecto relevante sobre el aumento de la deuda y de ésta en relación con el capital aportado por los socios, tiene que ver con el uso que a nivel corporativo se ha dado del endeudamiento y si éste se ha invertido en capital fijo, I&D u otro tipo de inversiones. Al respecto, mientras que en 1990 para el grupo de empresas del panel A las inversiones en capital fijo e inversiones en I&D en promedio excedían las emisiones de deuda de largo plazo, en 2018, las inversiones de capital más inversión en I&D representan el 0.50 por cada unidad monetaria de deuda emitida. La tendencia en esta relación ha sido

descendente por el aumento en la deuda contraída y a la vez una tendencia de menores inversiones de capital fijo (Figura 48).

Figura 46. Inversiones promedio como porcentaje de deuda emitida (media) panel A



Fuente. Construcción propia. Datos de Base de datos Compustat

La tendencia de la emisión de deuda venía siendo creciente mientras que su asignación a inversiones en I&D y capital fijo venía disminuyendo en términos relativos en los últimos años. Parte del endeudamiento puede ser explicado por las operaciones de recompra y el usado en procesos de fusión y adquisición de negocios que a su vez hacen parte de la explicación del crecimiento de activos intangibles como el goodwill.

En la teoría económica la deuda posibilita la expansión económica. Esto en el ámbito de las empresas se afirma bajo la idea del uso de los recursos de endeudamiento en la actividad productiva. La deuda termina por inflar temporalmente el precio de activos, pero depende de la estabilidad y garantía de flujos de efectivo para ser cancelada, si lo que se ha generado es deuda no vinculada a la generación de flujo de ingresos, se tiene un efecto negativo para la economía. El problema sobreviene cuando caen los flujos de efectivo como está pasando en 2020 con la crisis generada por el COVID-19. Pueden generarse reclamos de activos sobre los valores emitidos que con caída de precio de activos subyacentes podría generar problemas para algunas compañías.

Kindelberger en “Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises” (2000) plantea que “las manías especulativas cobran velocidad mediante la expansión del dinero y el crédito, hay muchas más expansiones económicas que manías pero cada manía se ha

asociado con la expansión del crédito. En los últimos cien años más o menos, la expansión del crédito ha sido casi exclusivamente a través de los bancos y el sistema financiero. Las manías, especialmente las macro manías, están asociadas con la euforia económica; las empresas comerciales se vuelven cada vez más optimistas y el gasto en inversión aumenta porque el crédito es abundante (Kindelberger, 2000, p. 11). Sin embargo, los datos aquí analizados indican que la expansión del crédito en los últimos años no se ha dado únicamente por el sector financiero, sino que ha tenido participación importante las emisiones de bonos corporativos y no solo asociado a la euforia de la inversión sino a la euforia de las recompras, fusiones y adquisiciones.

De otra parte, en un ambiente de recuperación después de la crisis de 2008, el crecimiento del mercado de capitales se dio por la creciente capitalización en la valoración de empresas en el mercado de valores, que también pudo ser alentado por las operaciones de recompra que favorecieron el precio de cotización de acciones en bolsa. Aunque en la teoría financiera, estructurada bajo la idea de funcionamiento eficiente de mercados, las empresas emiten acciones para recaudar el dinero para inversiones productivas y es la principal función de la bolsa el facilitar el acceso a esta forma de financiamiento, como se ha mostrado, lo que venía sucediendo era que muchas empresas hicieron uso de la deuda para los procesos de recompra de acciones que posibilita tanto la concentración de la propiedad como el aumento de precio de acciones. Así mismo, cuando se han tenido desde 1980 emisiones netas de capital negativas, la bolsa se ha convertido más en un instrumento de valorización del capital antes que ser un mecanismo de acceso al financiamiento de empresas que se cotizan públicamente.

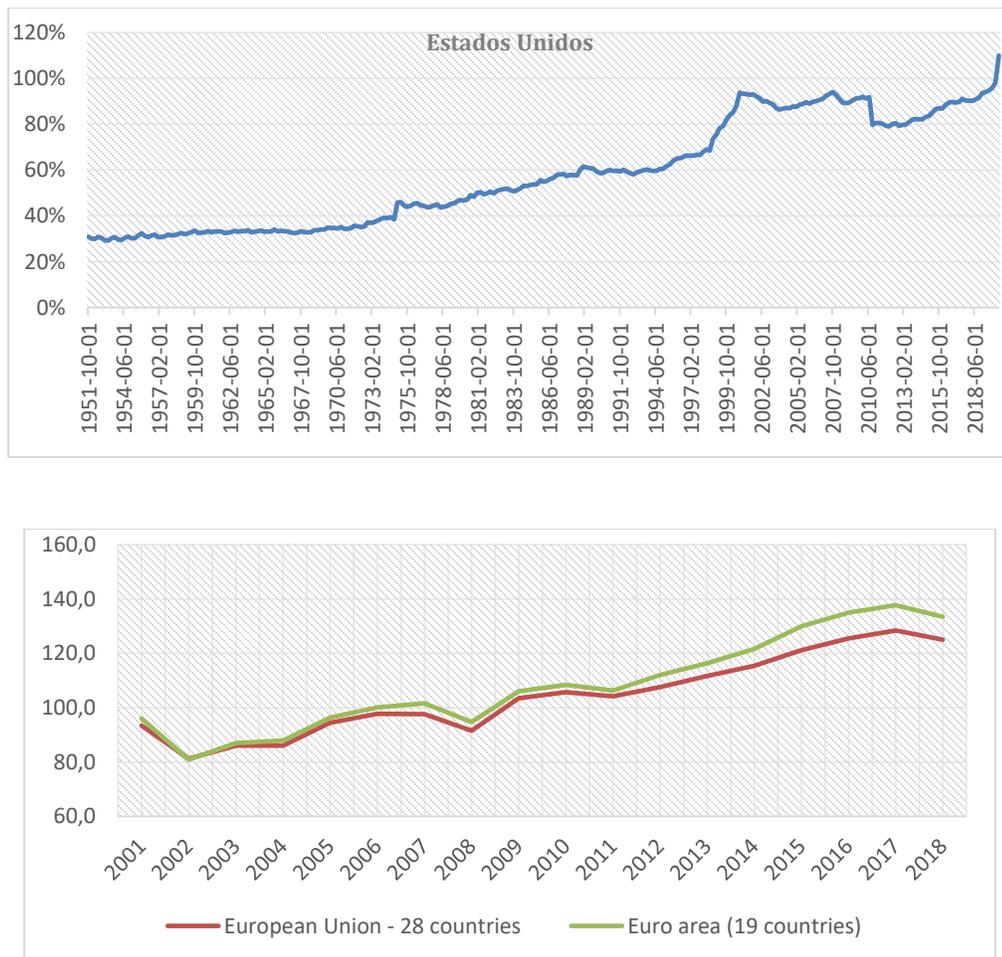
6.4 Mantenimiento de activos financieros y creciente participación de activos intangibles

Como se documentó en el capítulo 2, el crecimiento de activos financieros mantenidos por las compañías ha sido uno de los aspectos señalados como característicos de la financiarización corporativa y junto con el mantenimiento de activos financieros también se ha señalado el aumento de las rentas financieras generadas por este tipo de activos. Este es un aspecto que ha sido cuestionado por algunos autores como Rabinovich (2018)

frente a los análisis empíricos sobre la contundencia de los datos como respaldo a los argumentos de una mayor inversión financiera que desplaza la inversión productiva.

A nivel agregado las estadísticas muestran un crecimiento en los activos financieros de las CNF desde 1980, siendo mayor la tendencia de crecimiento respecto al PIB a partir de 2000, que coincide con la deuda creciente y con la mayor emisión de bonos corporativos. Igual se observa para las compañías en los países de la Unión Europea donde el mantenimiento de activos financieros es alrededor de 128% sobre el PIB y en los países de la zona euro, 138%, tal como se observa en la Figura 49.

Figura 47. Total activos financieros de CNFs como porcentaje del PIB

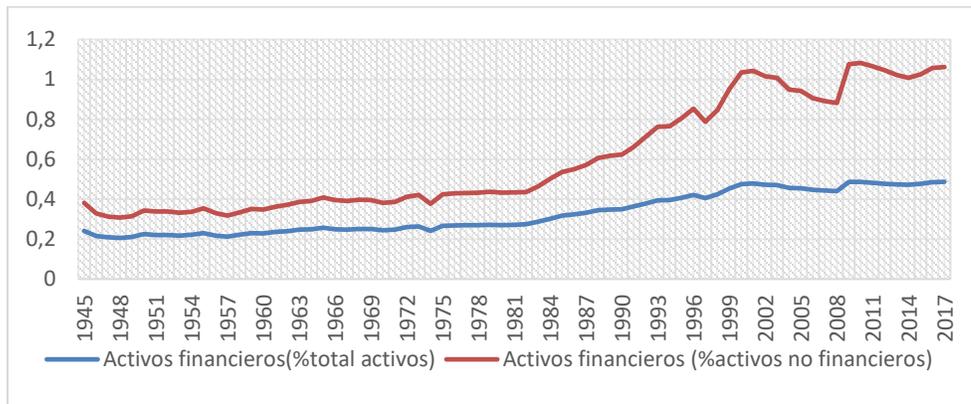


Fuente: FRED-BEA y Eurostat

Reproduciendo actualizados algunos datos estadísticos disponibles en la literatura, en la Figura 50 se muestra el crecimiento agregado que han tenido las inversiones en activos

financieros de las CNFs en Estados Unidos, los cuales a partir de 1990 han equiparado y superado en términos de proporción a los activos de tipo no financiero.

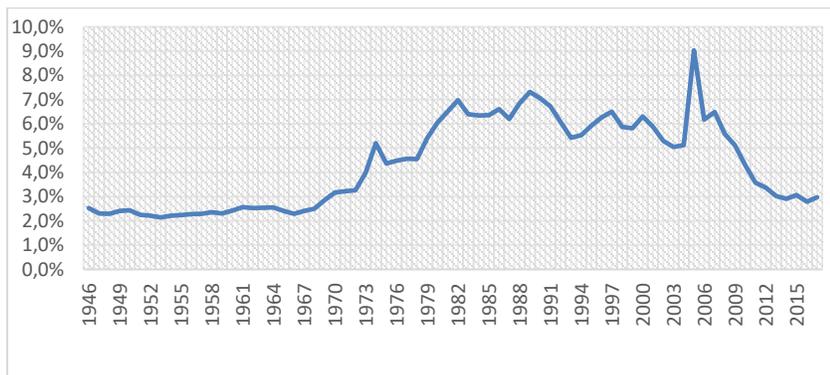
Figura 48. Activos financieros como proporción de activos no financieros- CNFs, Estados Unidos



Fuente: Construcción a partir de datos FED-Financial Accounts of the United States- FL.103

Sobre el crecimiento de las rentas financieras que en la literatura se consideran un aspecto de la financiarización corporativa, los datos agregados para Estados Unidos correspondientes a intereses y dividendos como proporción del total de ingresos, aunque se tornan crecientes desde los años 1970, estos han sido inferiores en promedio al 10% del total de ingresos de las CNF (Figura 51). La dificultad con este tipo de indicadores tiene que ver con que los ingresos obtenidos como renta financiera pueden estar aumentando o disminuyendo por los movimientos en la tasa de interés y no necesariamente porque se haya expandido las inversiones financieras.

Figura 49. Ingresos intereses y dividendos (% total ingresos) de CNFs, Estados Unidos



Fuente: Construcción a partir de datos FED-Financial Accounts of the United States- FA.103

Dentro de las categorías de la información financiera y desde las definiciones contables, los activos financieros incluyen el efectivo como medio de pago, las inversiones de corto plazo, así como los instrumentos de patrimonio, esto es, las inversiones de participación que se poseen en otra compañía, y en general, cualquier derecho contractual que posibilite recibir efectivo u otro activo financiero de otra entidad (ejemplo: prestamos, cuentas por cobrar, bonos) o intercambiar activos financieros o pasivos financieros con otra entidad, en condiciones que sean potencialmente favorables para la entidad (Normas internacionales de información Contable- NIC 32). En general, bajo la denominación de activo financiero enunciada, salvo los activos referidos a la inversión física en propiedad planta y quipo, intangibles o activos diferidos, los demás podrían ser catalogados como activos financieros.

Para efectos de explorar la estructura de inversión de las compañías y cómo ésta se ha modificado, en los datos analizados en esta investigación se tomó la composición de activos en términos de activos financieros, físicos e intangibles. Dentro de la categoría de activos de tipo financiero, se incluyó, al igual que en otros estudios, el efectivo, las inversiones de corto plazo, las cuentas por cobrar y otras inversiones y anticipos de largo plazo (investment and advances other¹³). En estudios como el de Davis (2014), se incluye la categoría de otros activos (Other Assets en Compsutat), que representan activos no corrientes que no son clasificados como activos fijos, inversiones o avances o intangibles, esta categoría agrupa variedad de conceptos como importes adeudados por funcionarios, reclamaciones en litigios, impuestos diferidos, cargos diferidos, impuestos diferidos, pensión y otros fondos especiales por lo que es difícil considerar qué proporción se trata de activos financieros.

En los datos explorados, se observa que se mantiene una participación importante de activos financieros (alrededor del 30% del total de activo promedio) a la vez que, como se ha indicado en apartes previos, es notorio que la participación en el total de activos del

¹³ Se hace uso de la base de datos Compustat. En esta base este elemento representa las cuentas por cobrar a largo plazo y otras inversiones y anticipos, incluidas las inversiones en empresas no consolidadas en las que no hay control. Es un componente del total de activos.

capital físico presenta una importante caída en términos relativos, así mismo, es notorio el aumento de la participación de la categoría de intangibles. En 2018 para la media del grupo de empresas del panel de Estados Unidos los intangibles representan el 19% del total de activos y más del 26% para algunos sectores. Sobre esta categoría de activo una proporción importante (66%) corresponde a intangibles bajo la denominación de *goodwill* que refiere al valor pagado por encima del valor de los activos netos ajustados a valor de mercado en las operaciones empresariales de adquisición de negocios. Es decir que no corresponde exclusivamente a elementos asociados a la innovación porque tienen que ver con asuntos de valoraciones en operaciones de negocios empresariales y pueden estar representando estos intangibles diversidad de factores difíciles de valorar de manera individual o también la valorización del capital producto de la especulación (Tabla 17).

Tabla 17. Activos financieros, físicos e intangibles como proporción del total de activos

		GIC Sectores activos participación sobre total activos (media)										
		Panel A	10	15	20	25	30	35	45	50	55	60
1980-1990	Activos financieros	0,312	0,26	0,28	0,34	0,29	0,25	0,41	0,43	0,17	0,12	0,22
	PPyE	0,375	0,62	0,47	0,33	0,31	0,36	0,25	0,22	0,66	0,76	0,32
	Intangibles	0,029	0,01	0,02	0,03	0,04	0,04	0,04	0,02	0,04	0	0
1990-2000	Activos financieros	0,349	0,24	0,25	0,35	0,29	0,25	0,47	0,49	0,26	0,14	0,6
	PPyE	0,334	0,68	0,52	0,3	0,3	0,36	0,2	0,18	0,47	0,68	0,22
	Intangibles	0,062	0,02	0,04	0,08	0,08	0,09	0,08	0,04	0,12	0,02	0,01
2000-2010	Activos financieros	0,365	0,25	0,28	0,33	0,28	0,25	0,5	0,5	0,3	0,15	0,63
	PPyE	0,298	0,64	0,5	0,27	0,27	0,31	0,15	0,13	0,33	0,61	0,21
	Intangibles	0,13	0,04	0,06	0,16	0,15	0,17	0,16	0,15	0,22	0,05	0,04
2010-2018	Activos financieros	0,36	0,19	0,24	0,31	0,28	0,26	0,56	0,47	0,34	0,12	0,69
	PPyE	0,27	0,51	0,33	0,24	0,22	0,23	0,1	0,1	0,2	0,57	0,12
	Intangibles	0,19	0,08	0,19	0,21	0,18	0,22	0,18	0,21	0,3	0,06	0,05

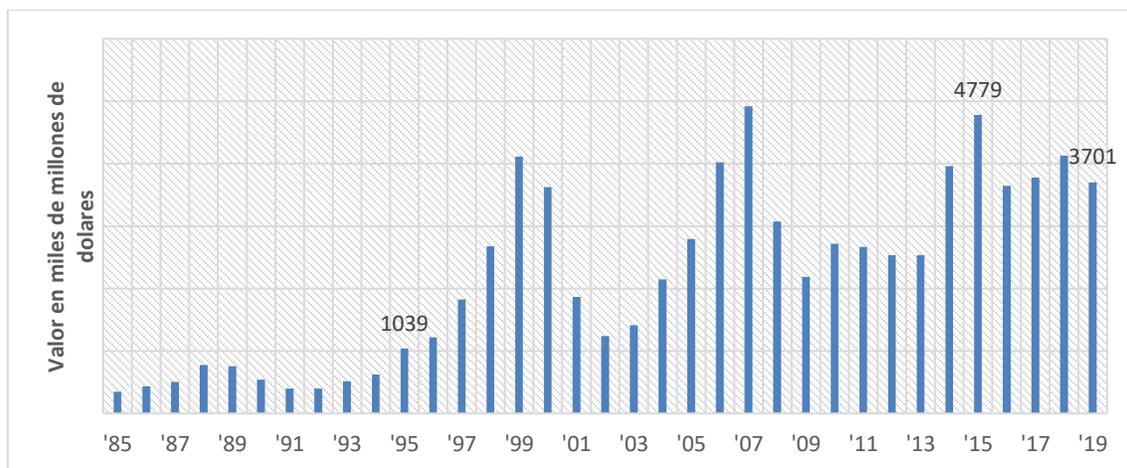
Fuente: Construcción propia datos Compustat Estados Unidos

Compartiendo la crítica de Rabinovich (2018), en términos relativos no se observa que se haya dado un alto crecimiento en la participación de activos financieros dentro del total de activos, aunque su proporción es significativa. El mantenimiento de una proporción importante de activos financieros, así como la mayor participación que toman los intangibles dentro de la estructura de activos de las compañías, es particularmente notorio

en los sectores farmacéutico, de tecnologías de la información e industrial. En el promedio, en el caso del sector de energía y servicios básicos, dada su naturaleza, se mantiene una proporción importante en activos físicos (propiedad, planta y equipo), en los demás sectores es clara la tendencia de pérdida de participación en la estructura de inversión corporativa de este tipo de activos.

Los datos del panel de Estados Unidos muestran que la composición de intangibles dentro del total de activos en la década del 80 era del 3% promedio, en 2018 la media para esta categoría representa el 19% y más del 20% para algunos sectores como el farmacéutico, de tecnologías de la información, servicios de comunicación e industrial (Tabla 17). No obstante, como se indicó antes, una proporción significativa corresponde a *goodwill*. Una característica de este tipo de intangibles es que no se deprecia sino que es ajustado por deterioro, razón por la cual, contrario a la amortización de otros intangibles o a la depreciación de los activos físicos, el *godwill* puede mantenerse en las cuentas financieras a lo largo del tiempo. La importancia que ha tomado esta categoría en la estructura financiera de las grandes empresas puede ser asociada con la ampliación de las fusiones y adquisiciones empresariales que se han venido dando desde el 2000. En 2018 se llevaron a cabo en Estados Unidos 19.775 operaciones. En la Figura 52 se muestra la tendencia de valor negociado en fusiones y adquisiciones empresariales.

Figura 50. Valor de fusiones y adquisiciones alrededor del mundo (M&A) 1985 - 2019 (in miles de millones de U.S.)



Fuente: Base de datos Statista

Guttman (2017) plantea que los actores no financieros tienen cada vez más activos financieros en sus balances pero también mayores pasivos financieros (deuda), es lo que llama la centralización financiera que denota un proceso por el cual los actores no financieros, tanto las empresas como los hogares, se "financiarizan" en la medida en que terminan acumulando existencias mucho más grandes de activos y pasivos financieros (Guttman, 2017, p. 860). Sin embargo, a esto habría que sumarle el que las grandes empresas tengan una mayor participación de intangibles pero puede que no necesariamente representativos de recursos de conocimiento identificables como ya se ha comentado acerca del *goodwill*.

Para Basu y Waymire (2008), "los intangibles son ideas o conocimientos sobre el mundo natural (físico y biológico) y socio-culturales que permiten a las personas mejorar sus metas, tanto en las sociedades primitivas como en las economías modernas. Los intangibles incluyen mejoras en la investigación básica y tecnológica, así como el conocimiento para organizar mejor el intercambio y la producción, y con el tiempo se tornan inseparablemente incrustados en activos materiales mejorados" (Basu & Waymire, 2008, p. 171). Sullivan (2000), denomina recursos intangibles al "conocimiento que se puede convertir en ganancia" (Sullivan, 2000, p. 228) y Kaufmann y Schneider (2004), en su revisión sobre el estado de la investigación sobre intangibles, al explorar las diversas definiciones que desde diferentes perspectivas se dan; concluyen que "la mayoría de los autores - sin tener en cuenta el término utilizado - incluyen el conocimiento de alguna manera y se refieren a algún tipo de valor económico que se une a los activos intangibles" (Kaufmann & Schneider, 2004, p. 374).

Sobre la noción de intangibles se tiene un problema que tiene que ver con la diversidad de nominaciones que son usadas de manera casi indiferenciada. Sobre términos tales como activos intangibles, capital intangible, capital intelectual, recursos de conocimiento, capital basado en conocimiento (OECD), no se tiene claridad conceptual (Beattie & Thomson, 2007; Kaufmann & Schneider, 2004; Lev, 2001). Para algunos autores, estos términos pueden ser utilizados como sinónimos, por ejemplo, para Lev (2001) intangibles, activos de conocimiento y capital intelectual se refieren esencialmente a la misma cosa.

Así mismo, desde las clasificaciones que se plantean sobre el concepto de intangibles, se coincide en incluir categorías como: propiedad intelectual (patentes por ejemplo) capital humano y habilidades, estructuras organizacionales (Corrado, Hulten & Sichel, 2005, 2009). Este tipo de recursos intangibles son cada vez más factores críticos para dar forma a la ventaja competitiva de los países e impulsar beneficios obtenidos en el intercambio internacional (Marzenna, 2014).

De acuerdo con Haskel y Westlake (2018), las características fundamentales de las inversiones intangibles son: la escalabilidad, los costos hundidos, los efectos secundarios y sinergias. La escalabilidad entendida como el uso repetido que pueden tener y en múltiples lugares al mismo tiempo derivada de la no rivalidad del conocimiento, los costos hundidos irrecuperables que puede generar y los efectos secundarios y sinergias interpretadas como los derrames y externalidades positivas. Estos mismos autores sostienen que el estancamiento secular en la inversión obedece a que la construcción de capital intangible se desaceleró, lo que generó menores derrames, que las empresas escalen menos y una desaceleración de la productividad total de los factores, esto unido a que el sistema financiero no es adecuado para la tarea de la inversión empresarial puesto que está orientado al corto plazo.

Los activos intangibles asociados a las marcas, patentes, software y activos derivados del conocimiento apoyan la acumulación de rentas diferenciales de las grandes compañías, sin embargo, como se indicó antes, en el ámbito de la contabilidad financiera dentro de la categoría de intangibles no solo se incluyen activos asociados al conocimiento, sino que una categoría que es importantes es el *goodwill*. De acuerdo con las definiciones de estándares internaciones de reporte de información financiera (IFRSs), la categoría de *goodwill* es definida como “un activo que representa beneficios económicos futuros surgido de otros activos adquiridos en una combinación de negocios que no son individualmente identificados y separadamente reconocidos”. Este concepto es y ha sido muy controversial y con importantes implicaciones en el marco de la financiarización a nivel corporativo entendida como la preeminencia de valor para el accionista.

La brecha que se encuentra entre la valoración de empresas (sujeta a expectativas de futuros ingresos desde la perspectiva financiera) y el valor de los activos en sus registros contables es lo que se ha venido asociando al concepto de *goodwill*. Así como puede

tratarse de una simple distorsión financiera, puede ser consecuencia de una evaluación que el mercado haga de la marca, el capital intelectual, las redes que posee, la capacidad de autoorganización, entre otros elementos que escapan a las características de productos que se transan en el mercado.

Como se indicó antes, el *goodwill*, según los estándares internacionales de contabilidad NIIF 3 y NIC 36, no se amortiza, las empresas deben realizar una evaluación anual del valor y en caso que éste sea menor a su valor en libros, reconocer tal deterioro. Esta directriz se sustenta en el argumento que el uso de pasivos para financiar la adquisición ya en un primer momento afectaron las ganancias y la amortización sería un doble efecto sobre resultados. Así mismo, se sostiene que al no existir un costo de reemplazo, la amortización distorsionaría la realidad empresarial que representa la información financiera.

El *Goodwill* se trata de la capitalización de flujos futuros de ganancias y frente a una caída de los flujos futuros como en caso de la crisis actual de COVID-19, no pueden ser ningún tipo de respaldo frente a las deudas contraídas por la compañía. Así mismo, este tipo de activo está estimado sobre valoraciones de mercado y dado un funcionamiento no en condiciones de perfecta información y eficiencia, simplemente puede estar representando valores especulativos que no sean representativos de flujos futuros potenciales. En la medida en que el *goodwill* es reconocido como representativo de expectativas sobre flujos extraordinarios futuros y sobre tasas de descuento supuestas, es un tipo de activo que involucra importante nivel de riesgo y mayor en el caso en el que haya sido adquirido con deuda.

La importancia que han cobrado los intangibles tiene que ver con la tendencia que se empezó a dar desde la década de los años 1990 de las empresas a desplazar los procesos de fabricación a zonas con costos de producción más bajos, países en los que se encuentra a disposición mano de obra más barata como el caso de países en desarrollo y asiáticos que se han convertido en los principales productores de las grandes empresas de países desarrollados.

De esta manera, se ha venido observando que las estrategias de internacionalización de las grandes empresas se han dirigido a dar prioridad a concentrar actividades estratégicas basadas en el conocimiento, innovación y la coordinación de servicios antes que en el hacerse cargo de la fabricación directa. A esto se le suele denominar deslocalización estratégica, esto es, una tendencia en la que las empresas que han logrado un posicionamiento, sin controlar directamente las actividades de producción mantienen el control financiero, de la distribución del producto y de los factores diferenciadores, que determinan la cada vez mayor concentración de mercado.

En este modo de operación, surgen dos elementos clave: el aumento de las fusiones y adquisiciones de negocios y la relevancia de intangibles con el aumento de la protección de la propiedad intelectual sobre desarrollos particulares alrededor de los productos. Esto último de vital importancia para garantizar el control a través de la explotación de capital intangible como patentes, *know how* tecnológico, marcas. Para Fumagalli (2011) se efectúa así, un nuevo proceso de desmaterialización, que se añade al de la moneda: el paso de la idea de propiedad (poder) entendida solamente como posesión material a la idea de propiedad entendida como control inmaterial (capacidad de mando) (Marazzi, Fumagalli & Zanini, 2002, p.153).

El trabajo de Milberg y Winkler (2010) que analiza los vínculos entre la financiarización y el fenómeno de la deslocalización, señala que las empresas no financieras que adoptaron esta estrategia de internacionalización, que buscan reducir costos y riesgos, tendieron a "comportarse cada vez más como el sector financiero, comprando más activos financieros y aumentando dividendos y compensaciones ejecutivas en lugar de invertir en la economía real" (Milberg & Winkler 2010, p. 290). También a nivel microeconómico y teniendo a la economía de Estados Unidos como referente, Auvray y Rabinovich (2019) encuentran una correlación negativa entre los pagos a accionistas y la inversión en gastos de capital subrayada por la literatura que es válida principalmente para empresas pertenecientes a industrias con alta deslocalización. Además, la inversión de empresas en sectores de baja deslocalización no está significativamente correlacionada a sus pagos financieros (Auvray & Rabinovich, 2019, p. 3)

6.5 Recompra de acciones y factores asociados a diferencias geográficas

Respecto al comportamiento de las variables que se han usado como indicativas de la financiarización, una de las principales diferencias entre los paneles de empresas analizadas es el menor nivel de recompra de acciones para el caso de las empresas de Europa en comparación con las empresas registradas en Estados Unidos. Sobre los factores que pueden incidir se encuentra las condiciones regulatorias de estas operaciones así como la forma de compensación a CEOs.

6.5.1 Regulación de recompras

Uno de los factores que se atribuye al crecimiento que ha tenido la recompra de acciones tiene que ver con la flexibilización regulatoria que se ha dado para permitir este tipo de operaciones y las condiciones impositivas sobre ganancias y reparto de dividendos existentes en algunos países. Mientras en Estados Unidos la regulación se flexibilizó para permitir las recompras desde los años 1980, en la comunidad europea y sus países esto se dio hasta finales de la década de los años 1990 y los primeros años de la década de 2000.

Como se indicó en el capítulo dos, las recompras pueden ser consideradas una forma de manipulación del precio de las acciones por lo que hasta los años 80 era una práctica restringida siendo la principal forma de devolución de capital a accionistas a través del pago de dividendos. En Estados Unidos la ley 10b-18 de la SEC de 1982 brinda a las compañías un seguro contra los cargos de manipulación de mercado al realizar operaciones de recompra de mercado abierto. Bajo esta ley, una compañía no será acusada de manipulación si sus recompras en un solo día no superan el 25% de volumen diario promedio de negociación de las cuatro semanas anteriores. Requiere que las compañías anuncien los programas de recompra aprobados por la junta directiva pero no los días particulares de realización de recompras reales.

La flexibilización y el énfasis de una gestión centrada en el accionista se manifiesta en “os principios de gobierno corporativo de la OECD emitidos en 1999 enfatizando que las

corporaciones deben administrarse, ante todo, en interés de los accionistas (OECD 1999, en Lazonick & O'Sullivan, 2000). En Europa la directiva CEE de 1977 estableció para los países de la Comunidad Económica Europea reglas básicas sobre la recompra de acciones sobre autorización, precio, volumen de acciones, entre otros, y en algunos países estaban prohibidas. En general, se considera que dadas las reglas o su prohibición, las recompras tenían dificultades para su implementación. En 2003 la Comisión Europea emitió nueva reglamentación sobre las operaciones de recompra separándolas de las operaciones de manipulación de mercado y se consideran una herramienta que puede ser usada para estabilizar los mercados (Directiva CE 2003-6, Reglamento CE 2273-2003), no obstante, los estados miembros establecieron mecanismos para garantizar transparencia en la divulgación y prevenir abusos. Así mismo, en 2014 las directivas sobre uso de información privilegiada y abuso de mercado se reemplazaron por un reglamento actualizado y en 2016 se actualizó la directiva de 2003. Se considera que estos cambios regulatorios aportan mayor flexibilidad a las operaciones de recompra (Sakin, 2017)

En cada uno de los países de Europa existen restricciones en cuanto a tiempo y volumen de recompras. Aunque se ha flexibilizado las recompras y han ido en aumento especialmente después de 2000, como se ha mostrado en aparte anteriores, las empresas distribuyen más a sus accionistas a través de dividendos pese a que se considera que el pago de dividendos es mucho menos flexible que las recompras.

En cuanto a las diferencias entre el pago de dividendos y la recompra de acciones, se considera que el pago de dividendos genera la necesidad de mantener suficiente efectivo a efectos de la distribución de ganancias a los accionistas a la vez que pueden ocasionar la acumulación de grandes cantidades de efectivo en el balance. Esto también conlleva que las compañías sean más conservadoras en la medida en que deben generar las ganancias necesarias que les permita mantener la tendencia de pago a accionistas puesto que una reducción de dividendos puede ser tomada por el mercado como una señal negativa sobre las perspectivas de la compañía. Esta es una de las ventajas que se atribuyen a las recompras por cuanto se consideran una forma más flexible de devolver efectivo a los accionistas sin crear un compromiso continuo de pagos futuros de efectivo, a la vez que, como se indicó antes, pueden ser usadas para favorecer el precio de cotización de las acciones en el mercado de valores.

En general, los países de Europa como Alemania, Suecia, Noruega, presentan mayores niveles impositivos que Estados Unidos, tal como se muestra en el Anexo B.1, relativo a las tasas impositivas sobre dividendos. Sin embargo, como se ha observado en la exploración de datos, en las empresas de Europa se favorece más el pago de dividendos que las recompras.

Sobre la idea de las cuestiones regulatorias como explicativas de las diferencias que se presentan en la recompra de acciones, desde algunas perspectivas se plantea que parte de la solución podría estar en restringirlas normativamente. Al respecto, como se discutirá en el capítulo 7, esto significa obviar las condiciones y variables que van más allá de la regulación en una dinámica de globalización y financiarización. Como lo menciona Lazonick (2019), “prohibir recompras no solucionaría el problema cuando los fundamentos económicos de la dinámica empresarial en economías financiarizadas, globalizadas y deslocalizadas hacen difícil que se torne a mayores inversiones.

6.5.2 Compensación de altos ejecutivos (Chief executive officer -CEO)

Uno de los aspectos que se considera puede explicar la recompra de acciones tiene que ver con la remuneración de la elite gerencial atada a la evaluación y compensación por desempeño que ha venido siendo característica de las grandes compañías bajo la primacía de generación de valor para el accionista. La remuneración de ejecutivos ha consistido en la ampliación de la compensación a través de opciones sobre acciones especialmente en el caso de países como Estados Unidos, situación que ha sido muy discutida. Desde algunas perspectivas se defiende la idea de permitir a los ejecutivos el acceso a la propiedad como una forma de alinear los intereses de los gerentes y los propietarios.

La relación entre programas de compensación y operaciones de recompra es explicada a través del uso de información privilegiada que pueden hacer los CEOs. En las grandes empresas, la gran mayoría (96% aproximadamente) de las recompras de acciones se ha dado a través de recompras de mercado abierto-OMR-. De acuerdo con Lazonick (2014)

en esta modalidad de recompras ni los accionistas ni la Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos (Securities and Exchange Commission-SEC) “conoce los días reales en los que los altos ejecutivos corporativos han decidido recomprar las acciones de la empresa (...) Con las recompras de mercado abierto que tienen predominó desde mediados de la década de 1980, sin embargo, solo los altos ejecutivos de la empresa conocen el momento de las recompras, creando la posibilidad que podrían intercambiar por su propio beneficio” (Lazonick, 2014, p.8).

El uso de las recompras como mecanismo para afectar el precio de cotización en el mercado ha sido reconocido por la SEC. De acuerdo con Robert Jackson comisionado de la SEC, a partir del estudio de 385 recompras de empresas públicas en Estados Unidos, se encuentra que un anuncio de la recompra conduce a un gran salto en el precio de las acciones, en los 30 días posteriores a los anuncios, así mismo, indica que en el estudio relacionado se encuentra que los ejecutivos usan las recompras como oportunidad para retirar dinero (Jackson, 2018).

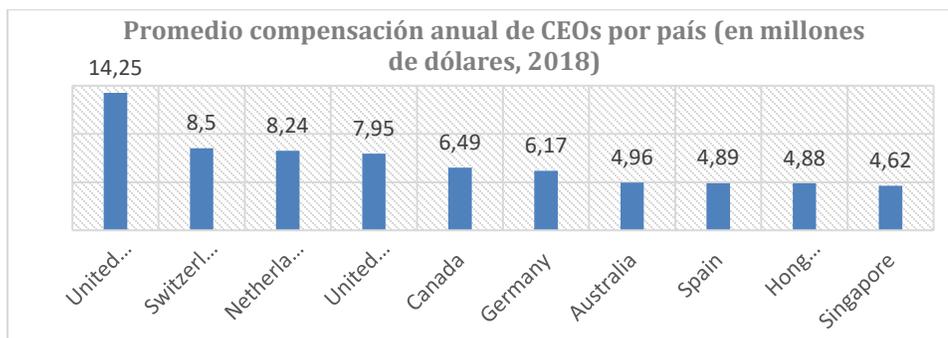
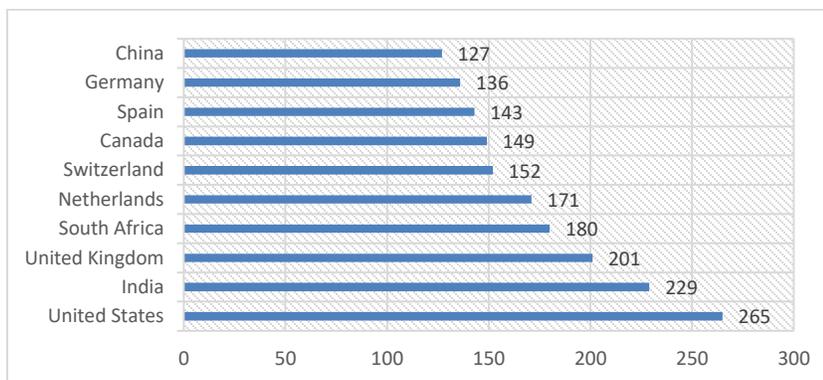
En estudio realizado por PwC (2019) para el Department for Business, Energy & the Industrial Strategy se analiza la conexión entre incentivos salariales de ejecutivos y recompras de acciones y entre recompras de acciones e inversiones para empresas del FTSE350, índice que incorpora las 350 empresas más grandes por capitalización que se cotizan en la bolsa de Londres, examinando si las recompras son usadas para cumplir con los objetivos de EPS. Al respecto, el análisis no encuentra una relación significativa entre la recompra y su uso para superar objetivos de EPS. Sin embargo, como el mismo informe lo menciona, el ajuste entre EPS y recompra de acciones se ve influido por el bajo nivel de recompra de acciones para la mayoría de empresas. Esto obedece a que si bien en el caso de Europa ha venido ampliando la recompra de acciones, como se ha mencionado antes, no son comparables al caso de empresas de Estados Unidos.

Sobre las diferencias existentes entre firmas de diferentes países en la remuneración de CEOs, estudios como el de Fernández et al. (2013), establecen que no hay diferencias significativas en el nivel de pago de CEOs o en el uso del pago basado en acciones entre las empresas estadounidenses y no estadounidenses expuestas a los mercados de capital, en la medida en que las prácticas de compensación han convergido al modelo estadounidense desde la década de 2000 (de Fernández et al, 2013, p. 323). No obstante, como se mostrará en adelante, en los datos analizados en el presente estudio se

encuentran diferencias en la forma de compensación de CEOs en empresas de Estados Unidos y Europa.

Las remuneraciones de CEOs, contrastan en términos de su exorbitante magnitud con el promedio del salario de trabajadores que en las últimas décadas se ha venido estancando. Es por esto que algunas perspectivas críticas encuentran en la remuneración de ejecutivos una forma de extracción de rentas empresariales. En la Figura 53 se muestra la diferencia entre la brecha de compensación de los CEOs y un trabajador promedio entre diferentes países, siendo Estados Unidos el que tiene la mayor brecha entre la compensación recibida por CEOs y el valor recibido por un trabajador promedio.

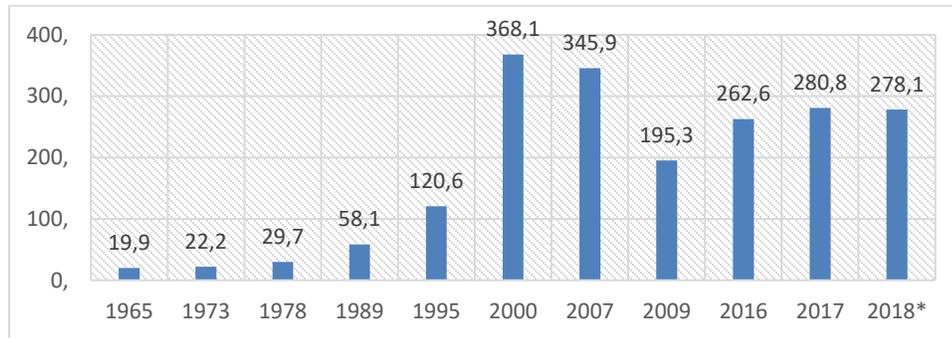
Figura 51. Brecha entre pago a CEOs y pago de un trabajador promedio por país, 2018



Fuente: Construcción propia, datos tomados de Statista Data

La ampliación de la brecha entre la compensación de ejecutivos y el salario de un trabajador promedio ha pasado de ser el 29,7 veces en 1978 a 368,1 veces en el 2000 y 278 en 2018, tal como lo muestra la Figura 54.

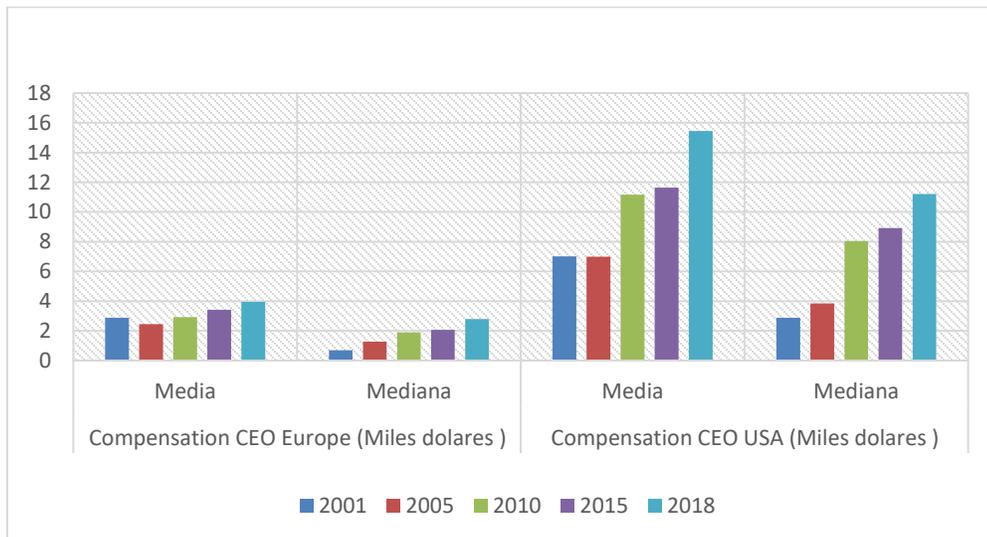
Figura 52. Relación de compensación de CEOs a trabajadores firmas de Estados Unidos. 1965-2018



Fuente: Construcción propia, datos tomados de Statista Data

Para el grupo de empresas de la base de datos Boardex de ejecutivos de empresas de Estados Unidos (procesada en este análisis), el pago promedio de un ejecutivo pasó de US\$7.0 millones de en 2001 a US\$15.4 en 2018. Por su parte, para las empresas de Europa de la base Boardex Europe, el promedio fue de US\$2.8 millones y US\$3.9 millones, respectivamente para los años considerados (Figura 55).

Figura 53. Compensación de CEOs Empresas Estados Unidos y empresas de Europa

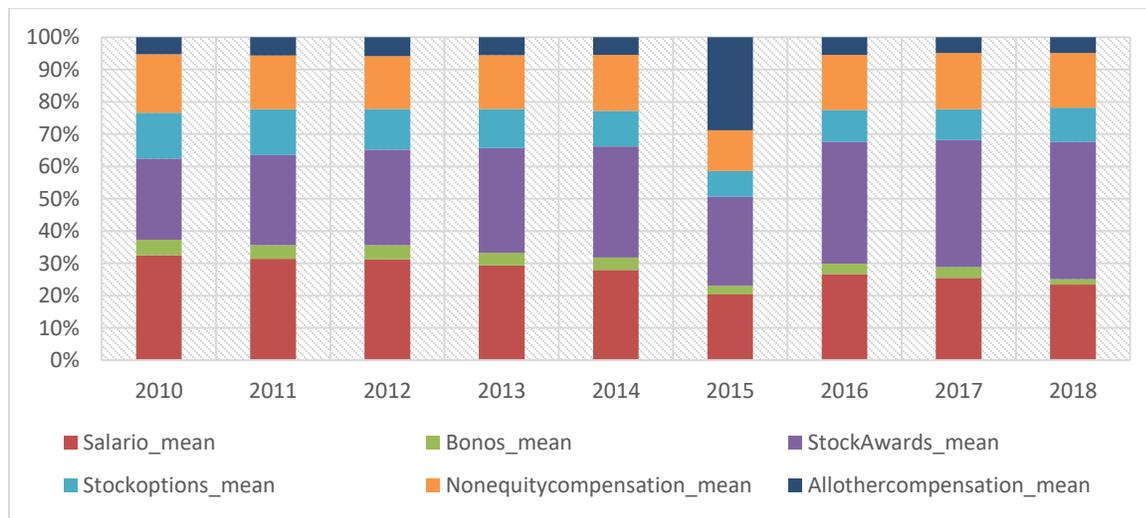


Fuente: Construcción propia a partir de datos Wharton. Boardex- compensación anual CEO: USA y Europa

La composición en las remuneraciones muestra algunos cambios en el tiempo. En la Figura 56 se observa el promedio de algunas categorías sobre el total de la remuneración media

de ejecutivos de las compañías reportadas en la base de datos Compustat Comexecutive para Estados Unidos, tales como salarios, acciones, opciones y otras compensaciones. La compensación a través de participaciones de capital, esto es, acciones y opciones sobre acciones representa más del 50% mientras que la asignación salarial en 2018 es de 23% del total de remuneración de los ejecutivos en promedio (1700 compañías).

Figura 54. Estructura de compensación de CEOs empresas de Estados Unidos



Fuente: Construcción propia a partir de datos Compustat- Database CompeExecutive USA.

Comparativamente usando la base de datos Boardex que incluye información sobre la estructura de pagos, fue posible diferenciar entre salario, bonificación y compensación vía instrumentos de capital (stocks, stock options and LTPI)¹⁴ en términos relativos al total de

¹⁴ Descripciones base de datos Boardex:

Salary: Base annual pay in cash for each Director in a report period.

Bonus: Bonus payments for each Director in a report period.

TotRemPeriod- Total Awards for the Remuneration Period (in 000s). Total awards for the period.

ValEqAward Value of Equity Awarded in last year (in 000s)- Value of shares awarded during the period based on the closing stock price of the Annual Report Date selected.

EqLinkRemRatio: Equity Linked Remuneration Ratio. Equity Linked Compensation as a proportion of total compensation for the individual based on the closing stock price of the Annual Report Date selected

LTIP Awards (in 000s): Value of LTIPs awarded during the period based on the closing stock price of the Annual Report Date selected.

EstValOptAward: Estimated Value of Options Awarded in Last Year (in 000s)

remuneración recibida por cada CEO. Para el caso de Estados Unidos los datos obtenidos muestran que en 2018 el salario básico asignado tiene una participación del 18% sobre el total de pagos mientras que los CEOs reciben una fracción mayor de compensaciones vía participaciones de capital, las cuales han venido aumentando en promedio desde 1999 hasta el 78% en 2018.

En la Tabla 18 se presenta el resumen de la participación promedio de las diferentes formas de compensación del total de remuneración diferenciando la compensación basada en capital que generalmente forma parte de los Planes de incentivos de largo plazo (LTPI) en la forma de acciones y adjudicaciones de acciones sobre opciones. En el caso de las empresas de Europa, contrario a lo planteado por Fernandes et al. (2013), no se evidencia que en términos de la estructura de compensación implementen paquetes similares al caso de Estados Unidos. La compensación recibida a través de instrumentos de capital parece haber disminuido desde 1999 cuando representó en promedio el 45% de la total remuneración en promedio, al 36% promedio en 2018, mientras que los salarios y bonificaciones en total representan alrededor del 64% promedio para el mismo año.

Tabla 18. Estructura de compensación aCEOs en empresas de Estados Unidos y Europa

Year	Estructura de compensación CEO Europa						Estructura de compensación CEO Estados Unidos					
				Median			mean			median		
	Salary ratio	Bonus ratio	Equity awarded ratio	Salary ratio	Bonus ratio	Equity awarded ratio	Salary ratio	Bonus ratio	Equity awarded ratio	Salary ratio	Bonus ratio	Equity awarded ratio
1999	0,42	0,13	0,45	0,39	0,1	0,3	0,16	0,19	0,65	0,08	0,1	0,8
2000	0,46	0,13	0,41	0,35	0,09	0,44	0,26	0,17	0,57	0,14	0,11	0,67
2005	0,5	0,24	0,25	0,45	0,22	0,3	0,27	0,21	0,52	0,18	0,16	0,62
2010	0,49	0,22	0,29	0,37	0,16	0,25	0,23	0,06	0,71	0,11	0	0,85
2015	0,47	0,22	0,31	0,35	0,22	0,26	0,22	0,03	0,75	0,12	0	0,87
2018	0,4	0,24	0,36	0,31	0,25	0,35	0,18	0,04	0,78	0,1	0	0,89

Salaryratio=salary/total remuneration period

Bonusratio=Bonus/total remuneration period

EquityAwarded ratio = Total Equity Awarded during the period/total remuneration period

Total equity Awarded during the period = Total Stock (ValEqAward), Options (EstValOptAward) and LTIP Awards

Total remuneration period = Salary + bonus+ total equity awarded during the period

Fuente: Construcción propia a partir de datos Wharton. Boardex- compensación anual CEO: USA and Europe

Los datos promedio analizados muestran una diferencia importante en la estructura de pago promedio de CEOs entre empresas de Europa y de Estados Unidos. El pago a través de compensaciones con participaciones de capital se incrementa en Estados Unidos a partir de 2005. Aunque en algunos países de Europa la bonificación total se basa en acciones, las proporciones promedio aún están por debajo de las que prevalecen en empresas de Estados Unidos.

Si bien a nivel general los datos muestran una menor compensación con participaciones de capital en las empresas de Europa frente a Estados Unidos, se encuentra cierta heterogeneidad entre países. Por ejemplo, en el caso de los países nórdicos la compensación promedio a través de salarios representa más del 50% del total de remuneración mientras que Reino Unido es mucho más parecido a Estados Unidos, con el 20% promedio de compensación a través de salarios. En Alemania es baja la remuneración a través de capital (30% promedio) sin embargo, existen compensaciones en el corto plazo que se adicionan al salario básico que representan el 40% del total remuneración promedio recibida por ejecutivos (Anexo B.2).

Al analizar la estructura de remuneración entre las distintas industrias, se observó que para Estados Unidos la tendencia promedio se mantiene y la mayoría de industrias presentan en 2018 una fracción de compensación a través de participaciones de capital por desempeño superiores al 60%, salvo para los sectores “Media & Entertainment” y “Mining” donde ésta es menor al 30%. En general, la tendencia se encuentra marcada en el agregado hacia las remuneraciones de capital y se ha ampliado desde 2000, sin que pueda establecerse alguna diferencia marcada a nivel de sectores. Los datos se muestran en el Anexo B.3.

Sobre la estructura de remuneración de CEOs en empresas de Europa, se encontró que algunos sectores como “Business Services, Electronic & Electrical Equipment, Information Technology Hardware, Software & Computer Services”, presentan en 2018 en promedio una fracción de remuneración a través de participaciones de capital mayor al 50% del total de remuneración pagada a CEOs, no obstante, este crecimiento se presenta a partir de

2010, en los demás sectores tiene mayor peso la compensación a través de salarios y bonificaciones (Anexo B.3).

Dadas las diferencias entre recompra de acciones para empresas registradas en Estados Unidos y Europa, de acuerdo con la información contenida en las bases de datos Wharton Research (WRDS) –BoardEx United States y BoardEx Europe, que proporcionan información sobre la composición de remuneración de CEOs de las empresas que se cotizan en bolsa, que se expuso previamente, se cruzó con la base Compustat que contiene información sobre recompras. Sobre esta se realizó un ejercicio simple de correlación encontrando que puede darse algún tipo de asociación entre la remuneración a través de participaciones de capital y las recompras en el periodo 2000-2018. Para esto se usaron las recompras relativas al ingreso neto y las remuneraciones de capital correspondiente a la remuneración promedio de CEOs a través de participaciones de capital sobre el total remuneración por año y por compañía. A partir de un scatterplot y el coeficiente de correlación de Pearson se observa una relación positiva y estadísticamente significativa al 95% entre recompras (buybacks relative) y la remuneración a través de participaciones de capital (capital ratio) del 57% para el panel de Estados Unidos, del 50% para la muestra de empresas de Europa y del 87% para la muestra consolidada sin diferenciar por región (Anexo B.4)

7. Discusión

7.1 La noción de financiarización corporativa

La literatura que ha caracterizado la manifestación de la financiarización en el plano de las grandes corporaciones, como se ha venido señalando a lo largo del documento, ha hecho énfasis en la supremacía del capital financiero sobre el capital productivo y de la ideología de maximización de valor para el accionista en la gestión de empresas. Ha resaltado como indicadores de su manifestación el mantenimiento de mayores activos financieros, las operaciones de recompra y pagos de dividendos con el consecuente impacto negativo sobre la actividad productiva a través de la disminución de inversión en capital fijo y el aumento de las rentas financieras.

Producto de las revisiones y análisis de esta investigación se encuentran algunos hechos que aportan a la discusión sobre la noción de financiarización de grandes corporaciones. Estos aspectos han sido analizados en los dos capítulos precedentes y están referidos a la concentración de operaciones de recompra e inversiones en I&D en las empresas de mayor tamaño, el cambio en las estructuras de financiamiento corporativo a favor de mayor deuda sin que ésta sea necesariamente consecuencia de mayor inversión empresarial, así como el mantenimiento de una importante proporción de activos financieros pero notoriamente de intangibles. Así mismo, a través de la exploración de datos se encontraron indicios de relación entre las operaciones de recompra y la estructura de pagos a CEOs que podrían explicar la diferencia en la tendencia de recompra de empresas de Estados Unidos y Europa. Al considerar las inversiones en I&D y la noción de activos intangibles se amplían las implicaciones y relaciones que dan cuenta de la forma como se instrumenta la FCNF.

En la perspectiva de generación de valor para el accionista, los aspectos mencionados permiten discutir cómo en la lógica de FCNF se favorece a quienes proveen capital de financiamiento (acreedores, accionistas) y a los CEOs, que han visto crecer su remuneración y también su participación en el capital de las compañías, mientras que en diversas vías las CNF han logrado bajar el pago de impuestos, los salarios se han convertido en el principal mecanismo de ajuste los cuales muestran estancamiento en los

últimos años con la consecuente ampliación de la inequidad no solo entre grupos de población sino entre regiones intensivas en conocimiento y las que no. Esto en un contexto, como se ha descrito en los capítulos uno y dos, de deslocalización productiva, procesos de desregulación, liberalización de capitales y globalización financiera

Las operaciones de recompra benefician a accionistas en diferentes vías: a quienes mantienen sus acciones después de un proceso de recompra verán incrementada su participación con una concentración mayor de propiedad y mayor ganancia por acción, de esta manera también pueden estar evitando tomas hostiles. Quienes deciden ofrecer sus acciones lo harán en el caso en el que encuentren que el precio es lo suficientemente atractivo que los motive a ofertar sus participaciones para ser recompradas. Así mismo, si quienes ponen en oferta sus acciones en la recompra no liquidan totalmente sus participaciones van a verse beneficiados por una mayor ganancia por las acciones que mantienen, por lo cual se obtendrían beneficios en doble vía. También, como se ha expuesto en el documento, estos procesos pueden favorecer a CEOs que decidan vender participaciones a través de las cuales han sido remunerados a la vez que verán incrementar sus remuneraciones producto de la mejora de indicadores de desempeño de la compañía que generan las recompras.

De otra parte, bajo la perspectiva de generación de valor para el accionista, cobra sentido el mayor endeudamiento que venían experimentando las grandes compañías. Si se busca remunerar al accionista por encima de la tasa de interés mientras se reduce el capital con las operaciones de recompra, y el costo de créditos es inferior a la rentabilidad esperada generada en las operaciones de la compañía, el resultado será un mayor excedente para accionistas, mayores dividendos, una mejor valoración de acciones en el mercado, que a la vez da la confianza de acreedores para créditos más baratos. Así, se genera un aparente círculo positivo de salud financiera de la empresa mientras a nivel agregado se imprimen riesgos sistémicos y se termina presionando por excedentes a través de la reducción de costos de producción para mejorar flujos que soporten la valorización del capital, lógica que termina por impactar el trabajo asalariado.

Frente a la emisión de deuda Palley (2013) expone tres razones: el trato tributario favorable al pago de intereses, el que los gerentes pueden haber utilizado la deuda como una táctica para drenar el flujo de efectivo libre de las empresas, presionando a los trabajadores y dejando menos para otros reclamantes en el flujo de ingresos de las empresas y una

tercera razón es que el financiamiento de la deuda aumenta el apalancamiento, lo que potencialmente aumenta la tasa de rendimiento del capital social (Palley 2013, p. 33). Sobre los compradores de bonos y deuda corporativa, dado el contexto de bajas tasas de interés y bajo rendimiento de los bonos públicos pueden haber considerado atractivos los bonos corporativos especialmente después de la crisis de 2008.

En cuanto a la relación intangibles y mayor emisión de deuda, el trabajo de Horsch et al. (2020), documenta la existencia de una relación sustancial positiva y causal del capital intangible y el apalancamiento. En el caso de las patentes muestran que una invalidación de patente como representación de una reducción en el capital intangible de una empresa conduce a una reducción de 14.1 puntos porcentuales en el apalancamiento durante el próximo año, concluyendo que el capital intangible es un dispositivo de apoyo de apalancamiento relevante (Horsch, Longoni, Oesch; 2020, p. 25). Igualmente, Lim et al.(2020), encuentran que “los activos intangibles identificables tienen una relación particularmente fuerte con el apalancamiento financiero en las empresas con relativamente pocos activos tangibles” (Lim et al., 2020, p.21).

El incremento de intangibles y el grado de especificidad de los mismos, amplía la volatilidad de la valoración de las compañías, siendo valorados estos por el mercado de capitales cuando muchos de estos no tienen un mercado de referencia. Intangibles como patentes, marcas, reputación, diseños, entre otros, precisamente representan valor por ser únicos o con características particulares y dada la protección legal de la que gozan tienen limitaciones para ser replicados. Los derechos de propiedad intelectual y su reforzamiento son un instrumento que permite el monopolio del conocimiento, que convertido en activo permite atraer financiamiento barato que favorece el crecimiento del endeudamiento.

Como se analizó en los capítulos cinco y seis, las empresas grandes con mayor concentración de ingresos y activos se vuelven menos intensivas en inversión tanto en capital fijo como en inversiones en I&D, mientras que tienen importante participación de activos intangibles y financieros dentro del total de activos. Esto conlleva algunas implicaciones que como lo señalan (Madeiros & Trebat, 2017), tienen que ver con que el control de activos financieros e intangibles posibilita un cada vez mayor poder de monopolio que se combina en las grandes corporaciones transnacionales, configurándose un “macro-régimen de acumulación de capital, que combina mercados laborales flexibles

con la expansión del crédito para sostener el consumo frente al estancamiento de los salarios reales, esto da como resultado bajos salarios para la mayoría y una mayor desigualdad económica.

El mayor peso de intangibles que se ha identificado en la muestra de firmas analizada, podría ser expresión tanto de la concentración de poder de monopolio por la adquisición de nuevos negocios como de la propiedad intelectual que es reconocida en la información financiera y posibilitan no solo la captura de rentas sino también a través de la ubicación de subsidiarias, un menor pago de tasas impositivas, que ha sido documentado por algunos estudios. “La presencia de propiedad intelectual desarrollada por la matriz permite a las empresas lograr tasas impositivas extranjeras efectivas más bajas y, a su vez, aumenta el impacto de las diferencias impositivas porque es muy difícil valorarlo con precisión (el capital intangible)” (Grubert, 2012, p. 34).

El principal problema de los activos intangibles es su medición y valoración porque pueden ser difíciles de identificar e individualizar. Estos no pueden ser reducidos a los fundamentos del trabajo o gasto de capital empleado para producirlos como sucede con activos como los físicos, pero también “invocar el valor actual y tratar un activo simplemente como un contenedor para mantener reclamos de flujos de ingresos o rentas futuras sin un vínculo necesario con gastos o trabajos anteriores, se enfrenta y potencialmente desestabiliza al concepto temporal de capital de la contabilidad como un factor de producción y una cantidad que existe antes de ingresos y ganancias” (Perry, 2009).

Los intangibles terminan equiparándose a la valoración financiera en el mercado y las expectativas compartidas tal como puede ser el caso del *goodwill*. En esto se manifiestan algunas de las contrariedades del capitalismo actual, mientras que la innovación y los intangibles producto de la I&D tardan tiempo en producirse y sus resultados pueden ser mejor valorados en el largo plazo, la valorización y la determinación de beneficios económicos se dan en el corto plazo.

Bajo la ideología de generación de valor para el accionista, una preocupación de la gestión es generar valorización del capital en mercados financieros. Si las rentas que sustentan tal valorización se soporta en la concentración de mercado y las expectativas de generación de rentas futuras de la que han sido beneficiarios inversionistas y CEOs (estos últimos dadas la beneficiosas condiciones de remuneración que han alcanzado), si no están acompañadas de mayores esfuerzos en inversión, la financiarización a nivel corporativo

termina expresándose como una especie de extracción de rentas. Cuando el precio de una acción crece, los inversores pueden obtener ganancias de capital de inmediato al vender sus participaciones, esto por lo general se atribuye automáticamente a la expectativa de creación de valor por parte de la firma, sin embargo, en el caso de la recompra de acciones, estas pueden presionar al alza el precio de la acción sin ninguna causa asociada a mejores previsiones de generación de valor.

Las compañías han mantenido ganancias crecientes que podrían ser explicadas por el poder de mercado que caracteriza a estas grandes corporaciones y por el crecimiento de márgenes operacionales asociados a ganancias en eficiencia y/o la reducción de costos principalmente los referidos al trabajo. De acuerdo con Milberg y Winkler (2010, 2013) el aumento de la subcontratación y la deslocalización de la producción, han permitido a las empresas reducir sus necesidades de inversión y mantener alta la rentabilidad.

Respecto al énfasis que se hace del ascenso y la supremacía del capital financiero sobre el capital productivo, tal como se discutió en el capítulo uno, no se trata solamente de un desplazamiento de las inversiones productivas por las financieras. En el capitalismo contemporáneo hay dificultad para diferenciar un capital financiero del no financiero, el capital es uno y parte de la discusión tiene que ver con la manera en que éste se vincula a la actividad productiva en el proceso de acumulación y los fundamentos de su valorización. Tal como lo expresa Sefarti (2019), se trata de un circuito continuo de capital donde tanto el capital productivo como el financiero se valoriza simultáneamente:

“ los activos financieros, si bien son representantes de los activos que participan en el proceso de producción, sus propietarios disfrutan de su propia valorización - en los mercados financieros y los activos intangibles, como una clase de activos financieros encapsulan esta "dualidad" de capital (...) permiten a las grandes empresas transnacionales consolidar su posición monopólica y aumentar la captura de rentas mientras que su valor se infla en los mercados bursátiles(...) Esta capacidad de los activos financieros para "adelantarse al futuro" al reclamar una parte del valor aún no creado, que ganó un impulso considerable en las tres últimas décadas, es un indicador principal de la profunda integración de la visión del mundo y las prioridades de las finanzas que rigen a las grandes corporaciones no financieras (Sefarti, 2019, p. 15).

En general la ganancia de la empresa en su actividad operativa se define como los ingresos menos todos los costos y gastos involucrados para la generación de esa ganancia. En una perspectiva de generación de valor para el accionista, sin embargo, la capitalización, precio de la acción en el mercado depende de la valoración en el presente de flujos futuros, esa valoración permite la apropiación presente a inversionistas de ganancias que solo se generaran en el futuro y que en ausencia de ampliación de demanda y/o mejoras en eficiencia y productividad, pueden mantenerse con mayor concentración de mercado y ejercicio de poder monopólico o vía ajuste de costos como salarios.

Sobre el concepto de financiarización corporativa o la dinámica financiarizada de las grandes compañías es necesario hacer mención a un principio usado en la gestión financiera empresarial y es la valoración de activos a través de los flujos futuros descontados a valor presente, que involucra otro aspecto relevante y es la idea de negocio en marcha o vida indefinida de la empresa. La idea de valorar una empresa y los activos a través del descuento de valores futuros se realiza con una tasa de interés o lo que suele denominarse, tasa de descuento. Se concibe que en mercados eficientes se descuentan efectivamente los valores futuros. En finanzas el valor presente es la cantidad de dinero que si se invirtiera hoy a la tasa de interés se igualaría a esa suma futura en una fecha proyectada. Si asumimos que ese crecimiento en la base de dinero inicial solo puede ser soportado por la producción de bienes o servicios, significa esto, el descuento del bienestar futuro con un problema de fondo y es cuál es esa tasa de descuento con la que es posible traer valores futuros al presente.

Por lo general se recurre a medidas como el costo del capital, entendido como el costo de oportunidad frente a oportunidades de inversión alternativas en los mercados financieros. Esto supone que es el mercado el que dictamina la valoración fiable de la empresa y de esos flujos futuros que podría generar. Bajo los supuestos de la teoría financiera y la hipótesis de mercados eficientes se plantea que esto es posible de estimar bajo modelos como el CAPM de valoración de activos que indica que el rendimiento del capital puede ser determinado como la tasa de rendimiento promedio libre de riesgo y una prima por el riesgo sistemático de mercado asumido¹⁵. El valorar inversiones de esta manera significa

¹⁵ $ER_i = R_f + \beta_i(ER_m - R_f)$ donde R_f es la tasa libre de riesgo y ER_m el rendimiento esperado de mercado y el β expresa el riesgo específico. Para todos los mercados el beta es igual a uno.

que aquellas que generen beneficios por debajo de los rendimientos de referencia de los mercados financieros no debieran efectuarse puesto que antes que valor, podrían ser consideradas como destrucción de valor. Sin embargo, tal como lo establece Arbeláez, (2006) “no existe cotización de mercado para los activos de la empresa, lo que se cotizan son las acciones no los activos. Y si no hay un parámetro de mercado para el valor actual de activos, tampoco existe dato de mercado sobre el que se pueda ver cómo evolucionará en el futuro el valor de los activos” (Arbeláez, 2006, p. 89), desde la perspectiva de las convenciones el vector de precios de los activos no puede ser más que “el producto endógeno de las interacciones de los operadores financieros” (Arbeláez, 2006, p.90)

En este sentido, la idea de la cotización de acciones como indicador de los flujos futuros de dividendos y que suele extrapolarse a la valoración de la empresa, es cuestionable cuando consideramos los activos intangibles, que como hemos mostrado en este estudio, han ganado especial participación en la estructura de activos de las grandes compañías. Este tipo de activos son específicos e indeterminados que no cuentan con un mercado que por mecanismo de oferta y demanda determine su valor justo, y es precisamente lo que los caracteriza el de ser únicos como en el caso de las patentes.

La lógica de extracción de valor a través de los canales financieros como se ha señalado por quienes explican la manifestación de la financiarización en grandes empresas, es una lógica donde ese valor que se extrae, dada la naturaleza de las finanzas, también es extracción de valor futuro. Las ideas de valoración de activos y de valoración de empresas sobre los flujos futuros tiene que ver como bien lo expresa Arbeláez (2006) con los planteamientos de la escuela fundamentalista que postula que los precios de los activos financieros tienen como ancla el valor presente neto de los flujos futuros ajustados por riesgo. Esto es, activos financieros responden a la lógica del valor fundamental, concepto que captura la capacidad de un activo de producir una renta futura. Parte de suponer que el mercado puede proveer estimativos fiables del rendimiento futuro de las posibles aplicaciones de capital” (Arbeláez, 2006)

Si el valor de mercado de una empresa se estima como sus acciones en circulación por el precio de mercado de las mismas, el crecimiento en el valor de mercado de la empresa mientras se venía dando una práctica de reducción de acciones en circulación a través de operaciones de recompra, solo puede ser explicado por el crecimiento del precio de la

acción, esto significa acumulación de valor corporativo a partir del uso de deuda barata. Es por esto que en la dinámica de financiarización corporativa juega un papel fundamental el endeudamiento.

Si las grandes empresas guían sus estrategias corporativas con fundamento en la valorización del capital en el mercado bursátil y en la generación de indicadores de rendimiento del capital y estos derivan más de prácticas de ingeniería financiera como la recompra de acciones, a la vez que se amplía la deuda que no se traduce en inversión, el capital financiero termina recirculando por la compañía sin que financie la actividad productiva.

La valorización del capital genera reclamaciones sobre flujos futuros de valor generado en la producción puesto que no tiene otro sustento diferente. Si adicional a las reclamaciones producto de las ganancias de capital de accionistas sobre el precio de acciones, el endeudamiento genera reclamaciones sobre flujos futuros por concepto de pagos de intereses y capital sobre recursos que circulan por la compañía pero que no se traducen en mayores inversiones, se crea un círculo de tomar dinero para sacar dinero. “En realidad no puede enriquecerse en la bolsa más que sobre la base de una punción operada sobre la plusvalía, de manera que los mecanismos tienen límites -los de la explotación- y el movimiento de valorización bursátil no puede autoalimentarse indefinidamente” (Marx citado en Husson, 2009, p. 257).

Los acreedores e inversores prestan activos esperando generar un rendimiento en el tiempo mientras que los deudores como en el caso de las empresas cuando toman capital de financiamiento anticipan activos en el presente y esperan de estos generar riqueza futura, de esta manera las finanzas lo que facilitan son pagos diferidos. Dada la “naturaleza de las finanzas de generar pagos diferidos” (Arbeláez, 2008), en un contexto de financiarización se instauran los mecanismos que permiten transformar ingreso anticipado en ganancias corrientes. Como se indicó antes, si la valorización no descansa en la producción con la generación de valor agregado, se convierte en una forma de extracción de rentas.

Sin embargo, esta lógica de la financiarización corporativa tiene que ver con un tema de escala asociado a la concentración de mercado. La conformación de grandes conglomerados hace que los beneficios marginales sean generados en importante medida por el aumento de escala con un ingrediente que necesita ser entendido por la economía

en la medida en que es la relevante para entender el proceso de acumulación y generación de rentas en el capitalismo contemporáneo y es el tema de los intangibles que se ha venido mencionando.

La lógica financiera resulta soportada por el mantenimiento de activos intangibles que generan rentas por el ejercicio de control y derechos de explotación de ideas, información, invenciones o por ejercicio de poder de mercado. A esto se suma, como se indicó antes, la concentración de rentas producto de la ampliación de operaciones de negocios. Es diferente el efecto de ampliar ingresos o rentas con nuevos productos o servicios a concentrarlas y capturarlas producto de fusiones y adquisiciones. En el primer caso a nivel agregado se está generando mayor bienestar, mientras que en el segundo se trata únicamente de una ampliación de la escala de la corporación que puede tener beneficios en el sentido individual de la corporación pero no en el agregado de la economía.

Como ya se ha indicado, la propiedad sobre intangibles sean derivados de las actividades de I&D e innovación o a través de la adquisición de negocios (*goodwill*), favorece condiciones de monopolio sobre actividades productivas que dado el tamaño de las grandes corporaciones posibilitan explotación de economías de escala y ganancias en eficiencia derivadas también del acceso a mano de obra barata a través de la deslocalización productiva. Como es expresado por Stiglitz (2016), “parte del aumento de la riqueza es el aumento del valor capitalizado de lo que podría llamarse rentas de explotación, asociados con las rentas de monopolio y las rentas que surgen de otras desviaciones del paradigma competitivo estándar. Algunos son un aumento en el valor de las rentas asociadas con la propiedad intelectual “(Stiglitz, 2016, p.3).

En el caso de los intangibles, al estar fundamentados en flujos de efectivo futuro que se descuentan al presente, se termina reconociendo un activo como el reflejo de expectativas. Por lo general la adquisición de activos o instrumentos financieros se realiza con la expectativa de variaciones positivas de su precio en el futuro. En el caso del goodwill y los activos netos de la empresa adquirida, se reconoce ese mayor valor en el presente o por anticipado ese mayor beneficio económico que se espera el activo genere a futuro. Esta es una práctica financiera que denota elementos de fondo sobre la financiarización vista como generación de beneficios para el accionista y en general para los proveedores de fondos de financiamiento y también para CEOs.

El mantenimiento de mayores activos intangibles tienen que ver también con los derechos de propiedad intelectual que permiten la apropiación diferencial de rentas, es la paradoja de la economía del conocimiento señalada por Pagano (2014) según la cual la naturaleza no rival del conocimiento, que en principio podría favorecer a las pequeñas empresas (por externalidades positivas), se utiliza para crear economías artificiales de tamaño que hace posible la adquisición barata y la defensa de los derechos de propiedad solo para las grandes empresas (Pagano, 2014). Pero la discusión no se trata solo del mecanismo de derechos de propiedad intelectual sino la apropiación del conocimiento generado socialmente a través de la I&D financiada públicamente (como el caso de la investigación básica) y la formación de capital humano que debe financiarse por el Estado o por los hogares individualmente, nuevamente a través del endeudamiento. Esto es sobre lo que Mazzucato (2018) ha insistido sobre la necesidad de evaluar cómo se distribuyen los beneficios en términos de la innovación financiada públicamente y la extracción y apropiación privada de beneficios.

Esta dinámica también ha sido favorecida por el aprovechamiento de beneficios tributarios que se otorgan por los países en aras de favorecer la inversión. Igualmente, la deuda genera deducciones en el pago de impuestos, la recompra también genera beneficios en materia impositiva en la medida en que las ganancias de capital se han venido gravando en menor medida, así mismo, las inversiones en I&D además de recibir beneficios tributarios también al ser reconocidas como gasto en los estados de resultado favorecen un menor pago de impuestos. Como bien lo plantea Lazonick (2017), es necesario revisar el equilibrio entre las partes interesadas puesto que no solo el accionista, considerado por la teoría de empresa como reclamante residual es el que asume riesgos.

Aun asumiendo la expectativa de crecimiento continuo e indefinido de la productividad, en un contexto en el que los desarrollos tecnológicos y de innovación a partir de la I&D podrían ofrecer mejores tasas de rendimiento sobre la inversión, esto va a ejercer una mayor presión sobre las empresas de lento crecimiento y menor desarrollo tecnológico o simplemente que no disponen de la captura de derechos de propiedad intelectual a través de patentes y otros intangibles y puede terminar por generar mayores capturas, tomas hostiles y concentración de la producción y las rentas.

Así, la financiarización corporativa también tiene que ver con los mecanismos instaurados por las grandes corporaciones para la concentración y explotación de rentas producto del conocimiento que sustentan la valorización del capital de financiamiento.

A partir de estos elementos que se han planteado, a continuación se discuten los efectos que la literatura sobre FCNF ha señalado como negativos sobre la inversión.

7.2 Los efectos de la financiarización corporativa sobre la Inversión

Como se ha indicado a lo largo del documento, la literatura sobre financiarización ha asociado el mantenimiento de activos financieros y la intensificación de pagos a accionistas con una menor inversión en capital productivo con soporte empírico en la caída de acumulación de activos fijos por parte de las grandes empresas. Sobre las recompras los diferentes análisis para el caso de Estados Unidos han venido planteando que la intensificación de este tipo de operaciones podría eventualmente comprometer la dinámica de la economía real.

Al respecto, sobre la caída en las inversiones de capital fijo se señala, producto de esta investigación, que esto tiene que ver también con el peso mayor que han tomado los intangibles e inversiones en I&D. Los datos estadísticos mostraron, como se ha discutido previamente, que los activos financieros como proporción de activos totales, si bien son de importancia relativa para algunas compañías y han crecido en algunos sectores, no han sido la principal transformación que ha sufrido la estructura de activos de las compañías como lo ha sido el aumento de intangibles y dentro de estos el *goodwill*. Por tanto, el análisis de los estudios empíricos sobre financiarización al contemplar únicamente activos financieros sin considerar esta otra categoría, está desconociendo un aspecto que también explica la caída de la acumulación de capital fijo.

En estas grandes compañías registradas en países desarrollados se confirma a partir de los datos explorados que se ha dado una importante caída en inversiones de capital fijo en un trade off con el mantenimiento de activos financieros e intangibles. Sin embargo, esto mismo no es cierto para las inversiones en I&D, para las cuales se encuentra una relación

positiva (no necesariamente de causalidad) que puede estar relacionada con el mantenimiento de mayores niveles de liquidez o con las rentas diferenciales que se obtienen de I&D e intangibles y que favorecen en sentido contrario el mantenimiento de activos financieros. Mas adelante se discutirá como en un contexto de supremacía de las finanzas puede ser razonable que las inversiones en I&D tengan una relación positiva con la acumulación de activos financieros e intangibles que ha sido mostrado por las estimaciones realizadas en este estudio.

De otra parte, en la medida en que el pago a accionistas involucra la disposición de flujos de efectivo que al ser usados para estos fines no pueden involucrarse en nuevas inversiones, muestran también una relación negativa con la inversión en I&D, confirmando lo planteado por la teoría sobre financiarización corporativa.

A continuación se discute cómo se podría explicar una relación positiva entre inversiones en I&D, activos financieros e intangibles, contrario a la relación negativa planteada por la literatura sobre las inversiones de capital fijo y activos financieros. Así mismo, se discute la relación entre inversiones en I&D y pagos a accionistas así como la idea de un cambio en las rentas corporativas a favor de las rentas financieras que desde algunas perspectivas se ha planteado en la literatura.

7.2.1 Financiarización corporativa: relación entre inversiones en I&D, activos financieros e intangibles y recompras

Una empresa toma capital de financiamiento que se espera sea usado en la actividad productiva. Una forma en que representa los recursos disponibles a través de la información financiera es bajo la categoría de activos. De acuerdo con Veblen, la noción de activo es un “concepto pecuniario” que denota propiedad y valor y este valor puede ser capitalizable (Veblen, 1908, p.105). Aunque en la estructura de información financiera de las compañías se suele asimilar activos con inversión, un activo por sí mismo no implica que aporte a la productividad. Como se indicó en el capítulo dos, el problema con la noción de activo financiero como contrario a la actividad productiva que ha sido planteado en la literatura, es complejo. Desde las categorías bajo las cuales se representan los activos de las compañías, en su mayoría podrían ser catalogados como activos financieros, salvo los referidos comúnmente como activos fijos e intangibles, aunque estos últimos terminan compartiendo características de activo financiero. Por ejemplo, los activos corrientes

dentro de los cuales están las inversiones de corto plazo pueden ser involucrados para soportar el ciclo productivo. El problema de fondo, tal como se mencionó en el capítulo uno es si los activos o el capital de financiamiento tomado por la compañía, se involucra en la actividad productiva y mejoramiento de la productividad

En un contexto de mayor apalancamiento cobra sentido el mantenimiento de mayores activos financieros. Estos ofrecen a las empresas una forma de cubrir riesgos de liquidez, a la vez que, como lo establece Penrose (2015), una mayor proporción de activos financieros de corto plazo brinda oportunidades para la especulación y el acceso a otros préstamos que pueden servir para proporcionarle a la empresa una cartera de activos líquidos generadores de ingresos y así proporcionar niveles adicionales de estabilidad o contribuir aún más a la inflación del mercado de capitales (Penrose, 2015, p. 247).

Cuando la tasa de crecimiento de dinero es mayor que el rendimiento que puede obtenerse de la producción, se podría tener la alternativa de poner el dinero en el mercado financiero para ganar interés, antes que involucrarlo en la producción. Esto desde la perspectiva individual tendría validez en términos de tener un activo de más rápido crecimiento y tal como afirman algunas perspectivas, esta corriente de capital podría estar generando nuevas inversiones en otros ámbitos. Sin embargo, esta corriente de inversiones financieras en una dinámica en la que todos los agentes se empiezan a comportar de la misma manera, podría carecer de base real, de manera que se transforma en una búsqueda de renta desde la perspectiva de la empresa, pero sin incrementar el producto de la economía. El problema de esta dinámica, tiene que ver con las consecuencias en el largo plazo de un comportamiento generalizado de estas grandes firmas que solo podría ser sostenido por la transferencia de rentas de lo que producen pequeñas empresas y trabajadores o entre sectores y/o regiones.

A partir del análisis estadístico de datos en este trabajo se ha encontrado una relación positiva entre activos financieros e intangibles con la inversión en I&D. Sin embargo, esto no implica que al no evidenciarse un trade off con activos financieros como en el caso de las inversiones en capital fijo señalado por la literatura, se desvirtuó una forma de manifestación de la financiarización a nivel de grandes empresas. Como se mencionó antes, se trata de como la financiarización en el capitalismo contemporáneo tiene que ver

con la manera como se explota el conocimiento y los productos del conocimiento y de cómo los activos financieros e intangibles pueden reforzarse mutuamente. De acuerdo con Pagano (2019):

la financiarización y la privatización de intangibles se refuerzan mutuamente, los conocimientos mercantilizados y privatizados se convierten en activos sobre los que se pueden definir y negociar reclamaciones financieras (...) la privatización del conocimiento podría destruir el capital intelectual productivo, disponible solo para un número reducido de usos (...), algunas empresas disfrutaban de un círculo virtuoso, donde la propiedad intelectual les induce a desarrollar nuevas capacidades y, a su vez, estas capacidades les inducen a adquirir más propiedad intelectual. Otras empresas quedan atrapadas en un círculo vicioso, no desarrollan habilidades porque carecen de la propiedad intelectual complementaria. Al mismo tiempo, no adquieren propiedad intelectual, porque no han desarrollado las habilidades complementarias (Pagano, 2019, pp. 118-124).

Las condiciones de monopolio favorecido por la posesión de intangibles lleva consigo la concentración de rentas, que genera flujos de efectivo que posibilitan a las principales grandes empresas a llevar amplias operaciones de recompra y pago de dividendos como venía sucediendo hasta finales de 2018. Por ejemplo, empresas con ejercicio de poder de mercado como Apple, Microsoft, Intel, Amazon, son empresas que hacen parte de las que concentran mayores pagos a accionistas para el periodo analizado (ver Anexo B.4, empresas con mayores pagos a accionistas). Como se señaló en un apartado anterior, son las grandes empresas las que asignan recursos a I&D, pero también se tornan menos intensivas, es decir que frente a sus ingresos las inversiones pierden participación.

Así mismo, como se señaló antes, la misma noción de activo es tanto una entidad financiera como un constructo legal, que incorpora valor, derechos de propiedad y control y en una perspectiva financiera su valoración se soporta en la idea de capitalización de ingresos futuros esperados (Birch, et al., 2020). En este sentido, los activos intangibles son también un constructo financiero producto de capitalizar posibles ingresos futuros derivados ya sea de productos de conocimiento como patentes, marcas o producto de la adquisición de otros negocios como el goodwill. Por esta razón, se discutía previamente que en el caso de los activos financieros y su efecto negativo sobre la inversión no tiene que ver tanto con su nominación de activo financiero sino en la medida en que el capital de financiamiento que representan tales activos se vincula o no la producción.

Como se discutió antes, la lógica financiera de capitalizar flujos de efectivo futuros derivados de la innovación genera incentivos para que empresas realicen algunas inversiones en I&D, sin embargo la actividad de innovación termina inmersa en la lógica

financiera. Para Birch (2020) “la innovación es igual a las finanzas y viceversa” que deriva de la búsqueda deliberada de la extracción económica de rentas o la búsqueda regulatoria de rentas a través de la extensión de los derechos de propiedad intelectual, el control de monopolio, los efectos de red y / o la reconfiguración de los procesos tecnoeconómicos (Birch, 2020).

Como se ha comentado en el capítulo tres, sobre las características del financiamiento de la I&D, dada la incertidumbre que involucra, existen limitaciones sujetas a las apuestas y toma de riesgo por parte de las compañías. En la medida en que los inversores esperan retornos rápidos de su inversión, antes de la realización del valor resultado de los nuevos desarrollos de servicios y productos, las expectativas sobre potenciales rentas futuras y la capitalización de esas expectativas favorece la valorización del capital de los accionistas. Según Pisano (2006), por ejemplo, las largas líneas de tiempo involucradas en el desarrollo biofarmacéutico significa que las empresas de biotecnología a menudo persiguen estrategias de investigación y negocios basadas en la monetización del conocimiento para financiar el desarrollo de productos (Citado en Birch, 2020, p.21).

La capitalización de intangibles, entendiendo que la capitalización es dar el carácter de activos y por tanto adquieren naturaleza financiera, significa volver líquido el conocimiento y diferir pagos por anticipado de rentas futuras, así se valoriza el capital o da valor a la compañía a partir de expectativas de rentas futuras. Una patente, por ejemplo, es una limitación de uso de conocimiento que se convierte en activo por la capitalización de rentas que se espera se generen de la restricción que impone y el conocimiento que protege. No solo se monetizan y capitalizan productos del conocimiento sino también la disposición de información personal, hábitos de vida, como en el caso de las empresas que ofrecen plataformas de redes sociales, que terminan explotando y extrayendo rentas diferenciales a partir de información suministrada por usuarios de estas plataformas. De esta manera la posesión de activos intangibles al igual que los activos financieros se convierten en un mecanismo de extracción de rentas presentes y del futuro.

La valoración basada con fundamento en expectativas futuras, es decir en rentas que se realizaran en el futuro no puede basarse en estimaciones con fundamento de condiciones históricas de ganancia previas, precisamente porque se trata de elementos únicos y por tanto termina obedeciendo a la lógica de valoración financiera y, dada la naturaleza de

ésta, va a estar dada por convenciones de quienes participan en el entorno financiero. Por ejemplo, Arvidsson y Colleoni (2012, 145) argumentan que las valoraciones de las plataformas de redes sociales como Facebook no se derivan necesariamente de cálculos de ingresos publicitarios o "cálculos racionales sobre el rendimiento subyacente de los activos de la compañía", sino más bien de la "capacidad de iniciar y mantener una convención que permita una estimación racional del rendimiento financiero futuro de una empresa "(por ejemplo, aumentos continuos en el valor de las acciones) (Citado en Birch, 2020, p.14). En el caso, por ejemplo de control de datos personales de las redes, son las expectativas financieras y las relaciones, en lugar de las tecnológicas, las que configuran esta renta de los datos (Birch, et al., 2020, p.8)

En el caso de intangibles como el *goodwill*, si bien se establece que anualmente se debe evaluar su deterioro, el reconocimiento de cualquier deterioro termina por impactar los rendimientos generados de manera que para la gerencia no resultaría conveniente este tipo de reconocimiento. Si el *goodwill* se amortizara se controlaría su dimensión en la medida en que la planeación financiera tendría que contemplar su efecto sobre las ganancias, de esta manera la no amortización puede alentar la especulación sobre activos de negocios adquiridos con el fin de hacerse al control y una mayor concentración de mercado.

Aunque a partir de las variables financieras los datos econométricos muestran una relación positiva entre intangibles e inversión en I&D, en esta dinámica los efectos negativos tienen que ver con la importancia de los reclamos financieros sobre los productos derivados de la I&D que pueden limitarla y desechar grandes ideas que podrían solucionar necesidades sociales si no se consideran altamente rentables, así como la transferencia de rentas de áreas geográficas de menor desarrollo a aquellas que monopolizan productos del conocimiento.

Asi mismo, los intangibles y activos financieros cobran importancia en un contexto de deslocalización productiva y desregulación del flujo de capitales. De acuerdo con Bryan, et al. (2017), los activos intangibles llevan una doble vida tanto espacial como temporal. Esta doble vida la atribuye en el sentido en que el capital intangible es inherente a la corporación pero su ubicación es ambigua. Al analizar las implicaciones de la acumulación de capital internacionalizado en formas intangibles y abstractas y el papel de las finanzas y offshore para dar movilidad y fluidez a esta forma de capital sugiere que la capacidad de esta forma

de capital para ubicarse en más de un lugar al mismo tiempo es la base para el aprovechamiento de arbitraje en el pago de impuestos y otro tipo de arbitrajes de acuerdo con aspectos regulatorios. Al respecto este autor ejemplifica el papel de las subsidiarias:

Por ejemplo, para los titulares de propiedad intelectual y capital intangible, los ingresos devengados por la sociedad de cartera de la multinacional suelen estar sujetos a tasas impositivas muy bajas o nulas en el lugar del domicilio de la sociedad de cartera. De alguna manera, esto efectivamente 'capitaliza' las fuentes de ingresos con minimización de impuestos y los ingresos / ganancias de esto se pueden redistribuir a subsidiarias operativas, otras inversiones en todo el mundo, repatriados con motivo de una amnistía fiscal o compensados por pérdidas en otro lugar. Una estructura fiscal genérica de propiedad intelectual que se ha vuelto infame es el llamado "doble sándwich irlandés holandés" (DIDS). Utilizado por una serie de empresas multinacionales, esta estructura se destacó en asociación con Google Inc., Microsoft, Adobe, Pfizer y Starbucks) (Bryan, et al, 2017, p.69)

El reforzamiento de activos financieros e intangibles que favorecen la concentración de rentas tiene que ver según Birch (2020) con el potencial extractivo del nexo innovación-finanzas; es decir, la transformación de la vida humana (por ejemplo, relaciones personales) y la vida no humana (por ejemplo, procesos ambientales) en recursos que pueden configurarse como propiedad y pueden ser capitalizados como ganancias futuras. Para Bryan (2017) "el capital intangible es particularmente adecuado para las transformaciones abstractas y líquidas de la innovación financiera" (Bryan, 2017, p. 65).

Esta apropiación de rentas diferenciales tiene también efectos negativos para aquellas economías de bajos ingresos. De acuerdo con Freeman (2005) "a medida que la liberalización del comercio y los flujos de capital cobraron impulso durante las últimas décadas, la posibilidad misma de una captura de ganancias de actividades productivas en países de bajos salarios por parte de empresas líderes del Norte que se benefician de su posición de poder de mercado y a través de la repatriación de ganancias e intereses aumentó enormemente".

De otra parte, en lo que tiene que ver con la intensificación de pagos a accionistas especialmente por el incremento en las operaciones de recompra de acciones que se dieron en Estados Unidos desde 2000 y que con la crisis del COVID-19 se han buscado restringir, como se indicó al comienzo de este aparte, igual que en el caso de la inversión en capital fijo, se ha encontrado en esta investigación que estos pagos presentan una

relación negativa con las inversiones en I&D y se integran a lo que se ha venido discutiendo.

En la medida en que las recompras y los pagos a accionistas reducen los flujos de efectivo disponibles para inversión, estos igual que en el caso del capital fijo muestran una relación negativa con la inversión en I&D tanto para el caso de empresas de Estados Unidos como para empresas de Europa. En el caso de estas últimas, como se documentó antes, dada la tardía flexibilización de la regulación sobre recompras, los pagos a accionistas atados en menor medida a remuneraciones de capital, así como la mayor dependencia de las empresas de Europa del crédito bancario y los esfuerzos para reducirlo después de la crisis de 2008, las recompras son hasta tres veces inferiores al pago de dividendos. Sin embargo, para los dos casos los resultados confirmaron lo indicado por la teoría de una relación negativa de los pagos totales a accionistas sobre la inversión.

Como ya se ha mencionado, en las grandes empresas analizadas se observó que aunque la inversión en valores absolutos en I&D presenta una tendencia creciente, y que las empresas en sectores intensivos en tecnología tienden a hacer asignaciones mayores de recursos a I&D, lo cierto es que se tornan menos intensivas tanto en inversión en capital físico como en I&D. Sobre la inversión en I&D, resulta difícil establecer la cantidad y calidad que sería requerida, en tanto no necesariamente a mayores inversiones mayor productividad y no precisamente quienes más asignan recursos a I&D obtienen mejores resultados. Sin embargo, lo que si es cierto es que no hay expansión de los medios de uso ni acumulación sin inversión. Tal como lo establecen Wray y Mazzucato (2015) “los países que más sufren en Europa hoy en día son los que tuvieron déficits modestos, pero muy pocas inversiones en áreas como I&D, y por lo tanto tuvieron un bajo crecimiento” (Wray & Mazzucato, 2015, p. 58) y esto mismo podría afirmarse para países en desarrollo como los de América Latina.

Aunque no existe una medida que pueda indicar las inversiones que deben realizarse, la cuestión que se ha explorado tiene que ver con las proporciones en que se usan y disponen los recursos, esto es, en qué medida se promueve la circulación de capital financiero solamente como dinero frente al uso que se da al interior de las empresas para favorecer la inversión y acumulación con generación de bienes y servicios. Las recompras y pago de dividendos muestran que después de 2000 estos han implicado cerca del 96% del ingreso

neto generado para el panel de empresas de Estados Unidos. Esta proporción muestra que parte importante de los recursos que debieran dedicarse a inversión se han devuelto a accionistas y también como se ha venido mencionando, han sido soportados por el endeudamiento. El crecimiento de intangibles y dentro de estos el *goodwill* también explican la disposición de flujos de efectivo en negocios empresariales.

A diferencia de las empresas norteamericanas, como se plantea en algunos estudios (Fahlenbrach et al., 2017) las empresas de Europa han dependido en mayor medida de los préstamos bancarios, por esto se considera que al generarse dificultades en el sistema crediticio con las crisis de 2008, las empresas han enfrentado unas circunstancias que hacen que las recompras presenten una tendencia diferente, mientras se opta por remunerar a accionistas a través de dividendos. En Estados Unidos es mucho más común que las compañías emitan deuda propia a través de bonos corporativos que se venden a inversores como aseguradoras y fondos mutuos, favorecido esto por un ambiente de bajas tasas de interés el cual, como se mostró en el capítulo seis venía creciendo hasta finales de 2018.

Así, las recompras y pago de dividendos reducen flujos de efectivo disponibles para inversión pero también están asociados a un mayor endeudamiento. Como se ha mencionado antes, con las recompras se reducen acciones en circulación, se concentra más la propiedad y la deuda al resultar menos costosa genera beneficios desde el punto de vista fiscal. En este sentido, los mayores pagos a accionistas pueden ser explicados también por la recomposición del financiamiento a favor de la deuda y los intereses de los CEOs que han sido remunerados a través de opciones sobre participaciones de capital de las compañías para el caso de Estados Unidos. En el caso de las empresas de Europa, aunque la dinámica de recompras ha sido menor, se evidencia un crecimiento del pago de dividendos y parte de los flujos de efectivo se ha dirigido al mantenimiento de intangibles y activos financieros.

Así mismo, como se ha indicado, cuando una empresa adquiere otra y reconoce un valor de *goodwill* está reconociendo como activo flujos extraordinarios futuros que se espera genere la entidad adquirida. En el momento en el que se materialicen esos flujos en el

futuro, serán ingresos de la empresa sin ninguna afectación al valor que ha sido capitalizado con anterioridad como previsión de esos mismos flujos futuros. De esta manera, se termina haciendo en la contabilidad un doble reconocimiento de flujos de efectivo, se capitaliza esos ingresos dos veces de manera que se genera un margen de flujos de efectivo de la compañía. Esto, para efectos de quienes justifican las recompras como una simple distribución de excedentes de flujos de efectivo, da la posibilidad de efectuar este tipo de operaciones cuando no es más que un artificio contable porque el activo en el balance es un registro de flujos que terminan duplicándose en la contabilidad.

Si se aceptara los argumentos de la responsabilidad de los CEOs como agentes que se benefician de las operaciones de recompra cuando han sido bonificados con participaciones de las compañías y pueden vender a mejores precios las acciones en su poder, también, al estar atadas sus bonificaciones a resultados y las recompras favorecer los ratios con los que se mide el desempeño, pueden aprovechar los beneficios de prácticas contables como el doble reconocimiento de flujos de efectivo asociados al *goodwill* y el crédito a bajas tasas de interés para llevar a cabo prácticas de recompra.

Como también se ha mencionado, los intangibles y la amplia valorización de intangibles favorecen la concentración de rentas que podría ser una razón por la cual se dispone de recursos de efectivo para devolver a accionistas y en la medida en que las posiciones de monopolio reducen la presión competitiva, se tiene menor dependencia de las ganancias retenidas para ampliar inversiones, esta podría ser una explicación asociada a la menor intensidad en I&D de las compañías de mayor tamaño.

De esta manera, si bien es cierto que las recompras y pago de dividendos tienen relación negativa con las inversiones en I&D, son solo una manifestación de los efectos negativos de una lógica de acumulación favorecida por la financiarización antes que la causa que define las condiciones de financiarización de las grandes compañías como ha sido planteado por la literatura empírica al respecto. Las recompras favorecieron la ilusión de crecimiento creciente del precio de acciones y también de bonos, sin embargo, si se prohibieran las empresas podrían seguir manteniendo altos pagos a través de dividendos teniendo en cuenta un contexto de crédito barato.

Con la crisis generada por el COVID-19 a comienzos de 2020, en Estados Unidos fueron prohibidas las operaciones de recompra de acciones. Esta crisis va a involucrar para algunas empresas la caída de los flujos de efectivo y también de los activos disponibles para liquidar deuda que verán caer también su valor. Las empresas con parte de activos representados en activos intangibles como goodwill, simplemente no tienen nada que liquidar, porque estas solo eran expectativas de futuros flujos de efectivo. Esto se une al fuerte crecimiento de endeudamiento que venía siendo emitido después de la crisis de 2008. Los analistas creen que es posible que se empiece a presentar morosidad, impagos de deuda y/o ampliación de la misma. Esto puede darse para algunos sectores como el de aviación, o asociados a servicios de turismo, sin embargo, otros como el farmacéutico y de tecnologías de la información es posible que las grandes empresas tomen aun mayor poder de mercado. Es posible como bien lo indica Hudson (2020) que “las grandes empresas van a recoger pequeñas empresas. Van a emerger con una economía altamente monopolizada, mucho más centralizada (Hudson, 2020).

7.2.2 Financiarización corporativa y la perspectiva de cambio en las rentas empresariales

Desde la perspectiva poskeynesiana algunos autores establecen que la financiarización de grandes corporaciones implica un cambio en las rentas empresariales. Se considera que el crecimiento de activos financieros ha generado que las firmas tengan cada vez más ganancias de tipo financiero Krippner (2005).

A nivel microeconómico se presentan dificultades para evaluar si realmente se están generando mayores rentas derivadas de actividades financieras antes que productivas en la medida en que la información financiera puede terminar consolidando este tipo de rentas como no financieras. Krippner (2005) señalaba la dificultad generada por lo que denomina la línea borrosa entre sector financiero y no financiero de la economía. En la medida en que las empresas tienen asignada una clasificación industrial para propósitos de su incorporación en los datos de la economía nacional, las compañías pueden poseer establecimientos en diferentes industrias como puede ser el sector financiero y sin embargo, las rentas generadas por estas pueden terminar agregadas bajo a una

clasificación industrial sobre la base de la actividad que genera mayor renta en todos los establecimientos. Esto es particularmente lo que sucede cuando se toma información financiera de grandes compañías consolidada. Aunque la información consolidada obvia el problema de los dividendos de subsidiarias, si puede estar tomando como rentas generales (ingresos) asociados a la actividad productiva que son financieros pero que dada la naturaleza de la firma como no financiera, terminan siendo presentados como ingresos operacionales y no como de carácter financiero.

Los datos analizados en este estudio a nivel de firma se realizaron sobre información consolidada. Aunque, de acuerdo con lo expresado antes, en la consolidación financiera pueda darse el caso que ingresos financieros de subsidiarias sean incluidos como rentas operativas, las estadísticas sobre la muestra explorada arroja que los ingresos financieros sobre el total de ingresos son en promedio relativamente bajos (menores al 10%). Para el panel de firmas analizadas, contrario a lo establecido por Krippner (2005), los ingresos de tipo financiero no parece que tengan una participación altamente significativa dentro de los ingresos generados por estas compañías.

Bajo la discusión que se ha venido planteando en estos apartes, respecto a la FCNF definida como un cambio en la generación de rentas es posible plantear que no se trata tanto de un mayor peso de rentas financieras tales como intereses o dividendos producto de inversiones financieras como se concibe en la literatura, sino de los mecanismos bajo los cuales se puede estar posibilitando una mayor concentración y extracción de rentas, por ejemplo, a través de fusiones, adquisiciones, derechos de propiedad intelectual y capitalización de intangibles. Estos activos, junto con los financieros representativos de efectivo, inversiones de corto plazo o instrumentos de capital y de deuda en otras compañías en los que la compañía invierte, unido a las posiciones monopólicas de estas grandes firmas que muestran ganancias en eficiencia (producto de la deslocalización), les permite concentrar rentas y valorizar el capital.

Milberg (2008) señala que “la enorme expansión de las cadenas de valor globales ha llevado a una reducción en los costos de los insumos para las compañías líderes, permitiéndoles mantener e incluso aumentar los márgenes de costos y, por lo tanto, obtener altas tasas de ganancias. Las grandes empresas de oligopolio no han subido sus precios, pero han logrado expandir sus ganancias al capturar, a través de importaciones

más baratas ganancias relacionadas con la explotación laboral, logradas a lo largo de las cadenas globales de valor en las economías en desarrollo” (Milberg, 2008, p. 421). Así mismo, las bajas tasas de tributación aumentan el retorno del capital de las empresas, puesto que estas empresas transnacionales instalan subsidiarias en regiones donde hay bajas tarifas impositivas, situación que temporalmente favorece contar con mayores flujos de efectivo.

Bajo esta perspectiva, el cambio en las rentas empresariales no se trata solamente de intereses o beneficios derivados del uso de instrumentos financieros apropiados por las CNF sino de un cambio en la forma en que se generan las rentas, asimilable a la extracción financiera. Es lo que Schwartz (2017) denomina la transformación de bienes públicos y privados en bienes de club en la búsqueda de rentas monopólicas. Esta transformación permite a los bienes públicos monetizarse como bienes de franquicia, creando un flujo potencial de ganancias (Schwartz, 2017, p. 211). “La financiarización no se trata solo de la relación crediticia entre empresas financieras por un lado y empresas no financieras y prestatarios domésticos por el otro, sino también sobre la capacidad de Main Street para utilizar el poder financiero para suprimir la competencia en sus propios mercados”(Schwartz, 2017, p. 192).

Los derechos de propiedad intelectual, por ejemplo, no solo constituyen propiedad privada de un recurso sino también imponen limitaciones a la entrada de competidores. También ostentan esa condición de monopolio empresas que operan como franquicias que no requieren inversiones en producción y generan importantes beneficios líquidos o algunas empresas de sectores como el de tecnologías de la información (que son uno de los sectores con mayores pagos a accionistas), derivan parte de sus beneficios del control de información (datos personales, por ejemplo), la transformación en activos de aspectos inherentes al ser humano y generados socialmente como el conocimiento y los hábitos de vida.

Como se discutió alrededor de la noción de empresa financiarizada sobre la dificultad de diferenciar un capital financiero del no financiero, la cada vez mayor relevancia de intangibles permite establecer concordancia con lo establecido por Bryan et al (2017) en

el sentido de que lo que se presenta es una “fusión de lo financiero y lo no financiero, con organizaciones como Apple viéndose a sí mismas como una combinación de proveedor industrial y administrador de fondos de cobertura (Bryan, 2017, p.73). Con la profundización de estas lógicas, es posible que en adelante el capital busque otras formas de apropiar rentas a través del establecimiento de formas de explotación y apropiación privada de recursos como el agua, el sol por ejemplo con la generación de energías alternativas, etc.

De acuerdo con lo anterior, aunque la literatura documentada sobre la financiarización corporativa ha atribuido a la caída en la inversión de capital fijo y la intensificación de recompras como características que podrían cuestionar la misma reproducción capitalista han dejado de lado otra característica del capitalismo contemporáneo cual es la importancia del conocimiento, su explotación y la forma como se integra en la dinámica del capitalismo financiarizado.

7.3 Financiarización de grandes corporaciones y algunas contradicciones de la teoría financiera de la empresa

De acuerdo con la teoría financiera, la bolsa de valores tiene la función de canalizar recursos de ahorro a inversión a través del financiamiento. Se considera que el mercado de capitales moviliza capital hacia usos eficientes y facilita la gobernanza a través de la producción y el monitoreo de información (Tadesse, 2004). Igualmente, bajo la idea de eficiencia de mercados, se asume que los mercados financieros incorporan toda la información disponible en la formación de precios de los instrumentos que se negocian (Armour, et.al, 2016).

Los hechos descritos, muestran que las grandes empresas tienden a financiarse relativamente menos con recursos de capital accionario y más con deuda en contextos de bajas tasas de interés. La intensificación de operaciones de recompra que se venía dando hasta finales de 2018, se convirtió en una forma de generar un trade-off entre capital social y deuda especialmente para el caso de grandes empresas en Estados Unidos. Como se indicó antes, las ventajas que atribuyen al uso de la deuda para financiar recompras de acciones se encuentran en que ésta reduce el costo de agencia de los flujos de efectivo

disponibles, a la vez que permite ahorrar impuestos a las empresas por cuanto los pagos de intereses son deducibles de impuestos o porque resulta costoso repatriar el dinero que se tiene en el extranjero.

Sin embargo, lo que muestra la tendencia de los últimos años es no sólo la devolución de capital a accionistas sino el uso de endeudamiento para efectuar este tipo de operaciones con objetivos de aumentar la valorización de acciones emitidas. A pesar del aparente buen desempeño, estos son síntomas de problemas de fondo en el funcionamiento del sistema capitalista. Si bien desde algunas posturas, la estructura de capital no tiene relevancia y a los accionistas también se les puede asimilar a acreedores de la compañía, ésta involucra aspectos relevantes que caracterizan la forma de acumulación junto con la dinámica de flujos de efectivo que se generan en el desenvolvimiento corporativo. El cumplimiento tanto de los compromisos con los acreedores como con los accionistas descansa en los flujos de efectivo futuro que genere la compañía, tal como lo describe Crotty (1992), la financiación interna y la flotación de acciones crean compromisos implícitos futuros de flujo de efectivo para los accionistas mientras que la financiación de la deuda crea compromisos explícitos de flujo de efectivo para los acreedores. Si estos compromisos no se pueden cumplir con las ganancias operativas futuras generadas por el capital invertido, la autonomía de la administración se verá amenazada (Crotty, 1992, p.16).

Así mismo, como se describió en los capítulos previos, los planteamientos de la generación de valor para el accionista se fundamentan en el riesgo que asume el accionista como reclamante residual de activos y de la ganancia que es determinada substrayendo antes de los ingresos todos los costos asumidos incluyendo el costo de la deuda. La función de la bolsa y de la desregulación ha supuesto que generaría un fortalecimiento patrimonial y facilitaría el financiamiento empresarial con menor fragilidad en los balances empresariales. Así mismo, en la teoría financiera de empresa, es la reinversión de ganancias, esto es, ganancias no entregadas como dividendos, la que garantiza fortaleza y solvencia financiera a las compañías para emprender proyectos de largo plazo.

Si el financiamiento neto vía emisión de acciones es negativo como venía sucediendo en el agregado de grandes empresas en Estados Unidos, la promoción del financiamiento a través de acciones termina siendo una paradoja en el sentido en que antes de ser fuente de recursos para inversión, la empresa termina siendo como lo denomina Epstein (2005),

una especie de “prestamista neto” por los pagos que efectúa a accionistas a la vez que la recompra contribuye a la reconcentración de la propiedad y entra en contradicción con los motivos de desregulación y apertura de la propiedad empresarial. Así, las acciones, consideradas como el mecanismo de financiación paciente, se convirtieron en un mecanismo de desfinanciación mientras se amplió el mercado de deuda corporativa. Entonces la función de la bolsa es valorar el capital accionario pero un capital que antes que ampliarse se reduce y se concentra sin otorgar el financiamiento paciente para inversión que la teoría de finanzas empresariales postula.

De otra parte, el argumento más fuerte sobre el que se justificaban las recompras es el de asignación eficiente de flujos de efectivo, según el cual las compañías usan los excedentes de efectivo una vez han surtido todas las necesidades de inversión (como el caso de la I&D) por cuanto se carece de mejores oportunidades de inversión disponibles (Fried & Wang, 2018). Según esta perspectiva, es favorable la devolución de efectivo a los accionistas antes que desperdiciar recursos en proyectos ineficientes, de manera que al ser redistribuido en la economía puede financiar nuevas empresas y aumentar el gasto de los hogares.

Como se ha analizado antes, las recompras de acciones que se producen no se han realizado únicamente con los excedentes de efectivo puesto que muchas de estas operaciones se han asociado con recursos provenientes del endeudamiento empresarial. De otra parte, asumir que las recompras se dan una vez las asignaciones de inversión se han realizado conduce al argumento de no existencia de oportunidades adicionales de inversión. Si se han hecho las inversiones requeridas y se tienen los recursos usados en recompra como disponibles es porque ya se han agotado las posibilidades de destinar esos recursos a inversión, entonces, de aceptarse la validez de este argumento, la conclusión que podría derivarse es que las grandes compañías están perdiendo la capacidad de hacer asignación de capital para inversión.

El sector corporativo compuesto por las empresas más grandes y con mayor capacidad financiera para emprender proyectos de inversión y de asumir riesgos como en el caso de las inversiones en I&D si no encuentran alternativas para desplegar tales recursos, significa esto que la asignación eficiente de capital por el mercado financiero se ha quedado limitada frente a los ingentes excedentes de efectivo que se están generando. Aun pensando

únicamente en el auge de una acumulación financiera, podría cuestionarse que estos recursos se devuelven a los accionistas y no se usen en inversiones de tipo financiero (mayores activos financieros) como se establece por algunos teóricos de la financiarización que consideran que las grandes empresas no financieras invierten cada vez más en activos financieros. Una explicación puede ser la que sugiere que si el crecimiento del capital es superior a los beneficios esto genera una caída en la rentabilidad, entonces se tendría efectos negativos en la evaluación del desempeño empresarial en el mercado financiero, mientras que el endeudamiento y la recompras mejoran indicadores de bolsa de valores y valorización del capital sin que tenga sustento en la inversión y la actividad productiva de la compañía.

La crisis del COVID-19 en 2020, llega en un momento en el que las grandes compañías venían presentando un comportamiento favorable a la crisis a través del endeudamiento y las consecuencias de la crisis también deberán ser analizadas a la luz de esta dinámica corporativa que se venía desarrollando.

8. Conclusiones y recomendaciones

La investigación que se ha desarrollado fue estructurada en la búsqueda de ampliar las discusiones sobre la financiarización y sus manifestaciones a nivel de grandes empresas, bajo la hipótesis de la existencia de algunas tendencias en el comportamiento empresarial que se evidencian después de 1980 y que se venían dando hasta finales de 2019, antes del inicio de la crisis pandémica del COVID-19 en 2020.

A partir del concepto de economías basadas en el conocimiento y como un tipo de inversión especialmente relevante, en este trabajo se introdujo la consideración de la inversión en I&D que aporta algunos elementos al análisis sobre la noción de FCNF. Tal como se ha presentado en el documento, se examinó el concepto y las tendencias de FCNF en relación con las inversiones en I&D para el periodo 1980-2018 en el caso de empresas de Estados Unidos y 1990-2018 para el panel de empresas de Europa. Con fundamento en la literatura previa y análisis estadístico realizado, se exploraron posibles relaciones y/o asociaciones de condiciones representativas de la financiarización corporativa y la asignación de recursos a inversiones en I&D.

Como se ha discutido en el documento, la literatura que ha caracterizado la manifestación de la financiarización en el plano de las grandes corporaciones, ha hecho énfasis en la supremacía de la ideología de maximización de valor para el accionista y ha resaltado como indicadores de su manifestación el mantenimiento de mayores activos financieros, la ampliación operaciones de recompra y pagos de dividendos con el consecuente impacto negativo sobre la actividad productiva a través de la disminución de la inversión en capital fijo y el aumento de las rentas financieras en la composición de rentas empresariales. Sobre estos aspectos, con la presente investigación se agrega que la caída en la inversión en capital fijo tiene que ver con el mayor peso de intangibles y las inversiones en I&D, las cuales han presentado una tendencia creciente especialmente en sectores intensivos en tecnología y conocimiento. Contrario a la inversión en capital fijo, se encuentra una relación positiva entre la inversión en I&D y el mantenimiento de activos financieros e intangibles, relación que se torna relevante en un contexto de internacionalización, desregulación del flujo de capitales transfronterizos y de deslocalización de procesos productivos de las

grandes compañías. Así mismo, en la discusión planteada por esta investigación, se agrega el papel de la deuda corporativa que ha generado un cambio en las estructuras de financiamiento de grandes empresas y que se encuentra asociada a la intensificación de operaciones de recompra. De otra parte, frente a lo planteado en la literatura, no se encuentra evidencia de un cambio sustancial de las rentas corporativas a favor de las rentas de tipo financiero.

Sobre la intensificación de las operaciones de recompra de acciones se encontró una clara concentración en las empresas de mayor tamaño. Así mismo, a través de la exploración se encontraron indicios de relación entre las operaciones de recompra y la estructura de pagos a CEOs que podrían explicar la diferencia en la tendencia de recompra de empresas de Estados Unidos y de Europa. Las recompras reducen flujos de efectivo disponibles para inversión pero también están asociadas a un mayor endeudamiento. Con las recompras se retiran acciones en circulación, se concentra más la propiedad y la deuda al resultar menos costosa genera beneficios a las compañías. En este sentido, las recompras pueden ser explicadas también por la recomposición del financiamiento a favor de la deuda en un contexto de crédito barato y los intereses de los CEOs que han sido remunerados a través de opciones sobre participaciones de capital de las compañías para el caso de Estados Unidos. En el caso de las empresas de Europa, aunque la dinámica de recompras ha sido menor, se evidenció un crecimiento del pago de dividendos y parte de los flujos de efectivo se ha dirigido al mantenimiento de intangibles y activos financieros.

Aunque la literatura señala que son las grandes empresas las que realizan mayores inversiones en I&D, siendo complejo determinar o afirmar si las empresas están haciendo o no la suficiente inversión, lo que se encontró es que las grandes firmas si bien realizan mayores asignaciones de recursos en términos absolutos a actividades en I&D se tornan menos intensivas, de manera que han dispuesto de amplios flujos de efectivo además soportados por un alto endeudamiento para realizar operaciones de recompra, mayor pago de dividendos y mantenimiento de activos financieros e intangibles, indicadores estos últimos de la capacidad de extracción de rentas futuras que pueden reforzar el ejercicio de poder de mercado de las empresas. En este sentido, al considerar las inversiones en I&D

y la noción de activos intangibles se amplían las implicaciones y relaciones que dan cuenta de la forma como se instrumenta la financiarización corporativa.

Aunque la literatura documentada sobre la financiarización corporativa ha atribuido a la caída en la inversión de capital fijo y la intensificación de recompras como características que podrían cuestionar la misma reproducción capitalista han dejado de lado otra característica del capitalismo contemporáneo cual es la importancia del conocimiento, su explotación y la forma como se integra en la dinámica del capitalismo financiarizado. Como se ha discutido en esta investigación, al cobrar importancia los intangibles y su amplia valorización pueden favorecer la concentración de rentas que beneficia la devolución de efectivo a accionistas y en la medida en que las posiciones de monopolio reducen la presión competitiva, se tiene menor dependencia de las ganancias retenidas para ampliar inversiones. En este sentido, la financiarización y el mantenimiento de intangibles se refuerzan mutuamente, los conocimientos privatizados a través de los DPI se convierten en activos sobre los que se pueden definir y negociar reclamaciones financieras. Así mismo, intangibles como el *goodwill* que se identificó representa alrededor del 60% de los mismos, es un indicador de la concentración de negocios a través de fusiones y adquisiciones.

Las condiciones de financiarización corporativa explicadas por la perspectiva de generación de valor para el accionista pueden ser relevantes en diferentes contextos de economías desarrolladas, en particular para el caso analizado de empresas de Estados Unidos y Europa. Sin embargo, como se ha mostrado en este trabajo para el periodo considerado, las explicaciones analíticas de los efectos sobre la inversión varían al incluir las inversiones en I&D. Como se ha mencionado en la discusión, si bien es cierto que las recompras tienen relación negativa con las inversiones en I&D, son solo una manifestación de los efectos negativos de una lógica de acumulación favorecida por la financiarización antes que la causa que define las condiciones de financiarización de las grandes compañías como ha sido planteado por la literatura empírica al respecto.

Sobre el énfasis que ha hecho la literatura en la supremacía del capital financiero sobre el capital productivo y el cambio en las rentas empresariales a favor de las rentas de tipo financiero, en el presente trabajo se discutió sobre la dificultad de diferenciar un capital financiero del no financiero. El capital es uno y parte de la discusión tiene que ver con la

manera en que éste se vincula a la actividad productiva en el proceso de acumulación y los fundamentos de su valorización. Así mismo, se discutió sobre la dificultad de asociar en el ámbito de las empresas la noción de activo financiero como no vinculados a la actividad productiva. De cualquier modo, en un sistema capitalista la generación de excedentes y la valorización del capital solo pueden ser sostenida y pasa inevitablemente a través de la actividad productiva.

Sobre las rentas empresariales, como se ha mostrado en este documento, los ingresos de tipo financiero no muestran una participación altamente significativa dentro de los ingresos generados por estas compañías. No obstante, bajo la discusión planteada en esta investigación, a nivel de firmas individuales puede que no se trate tanto de un mayor peso de rentas financieras tales como intereses o dividendos, producto de inversiones financieras como se concibe en la literatura, sino de los mecanismos bajo los cuales se puede estar posibilitando una mayor concentración y extracción de rentas, por ejemplo, a través de fusiones, adquisiciones, derechos de propiedad intelectual y capitalización de intangibles. Bajo esta perspectiva, el cambio en las rentas empresariales que explicarían lo que se ha denominado en la literatura “ganancias sin inversión”, no se trata solamente de intereses o beneficios derivados del uso de instrumentos financieros por las CNF sino de un cambio en la forma en que se generan las rentas, asimilable a la extracción financiera. La posición de dominio de mercado de estas grandes firmas que muestran ganancias en eficiencia (producto de la deslocalización), les permite concentrar rentas y valorizar el capital, esto podrían explicar las ganancias crecientes que obtienen sin mayor ampliación de inversiones.

En la perspectiva de generación de valor para el accionista, las tendencias relativas a las variables analizadas en esta tesis, permiten discutir cómo la lógica de financiarización corporativa favorece a quienes proveen capital de financiamiento (acreedores, accionistas) y también a los CEOs, que han visto crecer su remuneración y también su participación en el capital de las compañías, mientras que en diversas vías las CNF han logrado bajar el pago de impuestos, los salarios se han convertido en el principal mecanismo de ajuste a través de la desregulación laboral, los cuales muestran estancamiento en los últimos años con la consecuente ampliación de la inequidad no solo entre grupos de población

sino entre regiones intensivas en conocimiento y las que no. Esto en un contexto de desregulación de los flujos de capitales y globalización financiera.

En la medida en que la innovación es tanto un proceso acumulativo como colectivo, en un contexto financiarizado se reconoce un aspecto problemático que tiene que ver con la distribución de beneficios derivados del mismo. Aunque la apropiación de beneficios originados de la innovación y la I&D son un incentivo para que se promuevan inversiones que fomenten estos procesos, también se cuestiona el que firmas puedan extraer valor de la economía producto del conocimiento generado públicamente, en muchos contextos con esfuerzos importantes de asignación de recursos por parte del Estado (en investigación básica, por ejemplo) y pagado por las personas como en el caso de la formación de capital humano que se ha dejado cada vez más en cabeza de las personas que deben recurrir al sector financiero para su financiamiento.

Las contradicciones del desarrollo económico están particularmente presentes en las discusiones sobre I&D en un contexto atravesado por la primacía de las finanzas. A la vez que se tienen dificultades generadas por la ampliación de la concentración en pocas empresas del poder para explotar innovaciones y concentrar rentas, también lo es que al mismo tiempo se han alcanzado los mayores desarrollos tecnológicos así como su asimilación por diversos sectores para el mejoramiento productivo, el surgimiento de nuevos negocios, productos y servicios. Son los países con más inversión en I&D y desarrollo tecnológico los de mayores ingresos, en tanto se amplían las inequidades con países de menor desarrollo que se concentran en las cadenas de producción de bajo valor agregado. Este es un tema de especial importancia que se abre como perspectiva de investigación y que presenta dificultades para su desarrollo dada la escasa información disponible y es el de analizar la geografía de la generación de rentas y flujos de efectivo de las grandes compañías internacionales a efectos de estudiar el impacto y transferencia de rentas desde países en desarrollo y con menor intensidad en I&D.

Así mismo, sobre el tipo de rentas empresariales sería interesante a través subsidiarias analizar su composición. Este es un aspecto que en la revelación de información financiera se debe tomar en consideración. Si bien los estándares internacionales de información financiera para empresas consideran la revelación de rentas generadas por segmentos geográficos y operacionales esto debe ser objeto de regulación frente a las características

y mayor grado de especificidad teniendo en cuenta que esto ha quedado a discrecionalidad de las compañías.

La tendencia de financiarización a nivel de CNF tiene implicaciones para la teoría financiera. Los planteamientos de la generación de valor para el accionista se fundamentan en el riesgo que asume el accionista como reclamante residual de activos. La función de la bolsa y de la desregulación ha supuesto que generaría un fortalecimiento patrimonial y facilitaría el financiamiento empresarial con menor fragilidad en los balances empresariales. En este sentido, la promoción del financiamiento a través de acciones termina siendo una paradoja puesto que antes de ser fuente de recursos para inversión, en casos como el de Estados Unidos las emisiones netas de capital fueron negativos para el periodo analizado. Así, las acciones consideradas como el mecanismo de financiación paciente, se convirtieron en un mecanismo de desfinanciación en tanto las CNF han optado por mayor deuda. Al respecto, como perspectiva de investigación futura sería interesante analizar los efectos diferenciales generados por la disrupción de la Crisis COVID-19 en términos de la fragilidad que han experimentado las empresas de acuerdo con su grado de apalancamiento, dada la tendencia que se venía experimentado de creciente emisión de deuda con baja calificación de riesgo, intensidad en recompra de acciones y los choques de flujos de efectivo y de liquidez que implica la crisis generada por la pandemia para empresas y sectores.

Si se considera que la empresa y los mercados hacen asignación eficiente de recursos a inversión y el sector corporativo compuesto por las empresas más grandes y con mayor capacidad financiera para emprender proyectos de inversión y de asumir riesgos como en el caso de las inversiones en I&D no encuentra alternativas para desplegar tales recursos, significa esto que la asignación eficiente de capital queda limitada frente a los amplios flujos de efectivo que se están generando. Esta es una discusión que debe ampliarse.

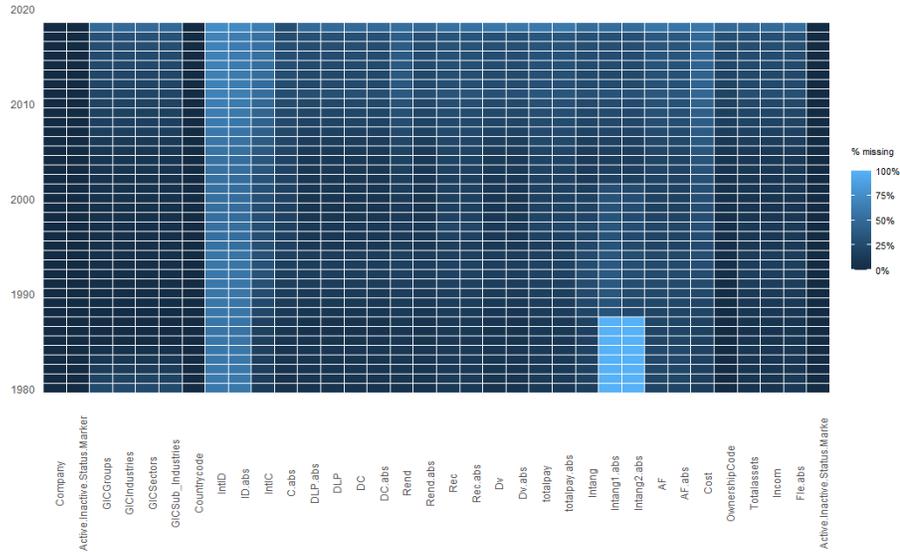
Otro aspecto conexo que surge de las reflexiones de esta investigación tiene que ver con la forma como se construye y revela la información financiera en la medida en que detrás de la financiarización hay un tema de fondo y es la manera como se está distribuyendo la renta generada. En este sentido, en los informes financieros a nivel micro deberían permitir

identificar la remuneración al trabajo, a altos ejecutivos, a acreedores, al estado en términos de tasas efectivas de tributación y no centrarse exclusivamente en mostrar la forma como se ha generado excedentes para inversionistas a quienes se privilegia en la generación de información financiera.

Anexos

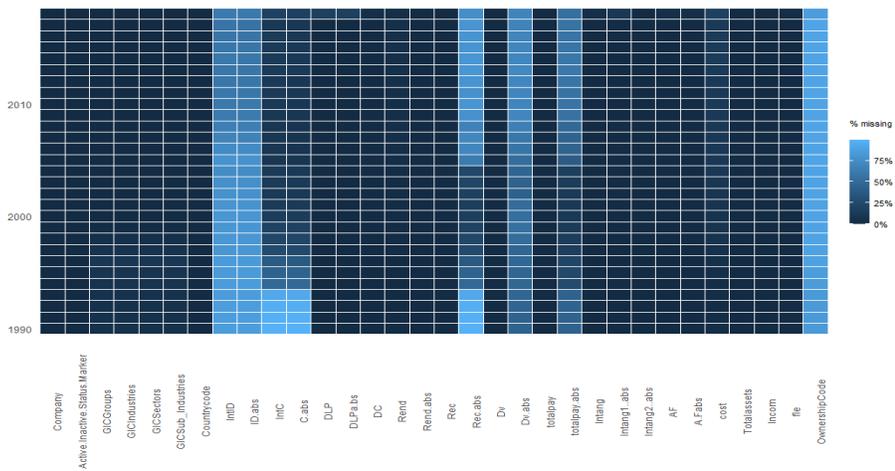
Anexo A. Anexos de análisis estadístico

A.1 .Valores nulos variables panel A- Estados Unidos



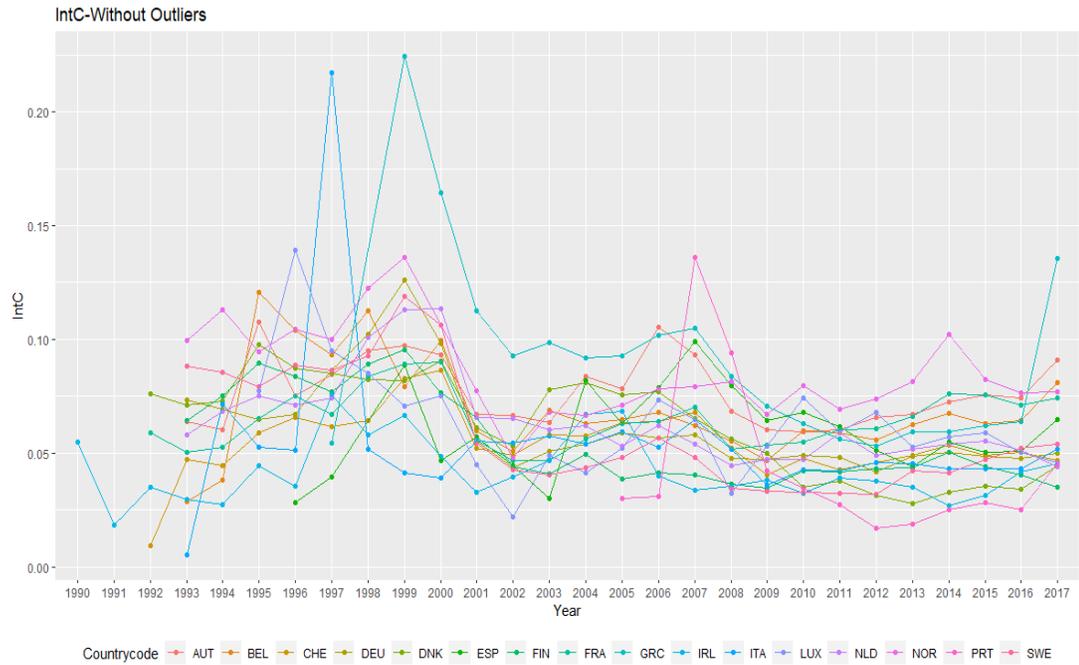
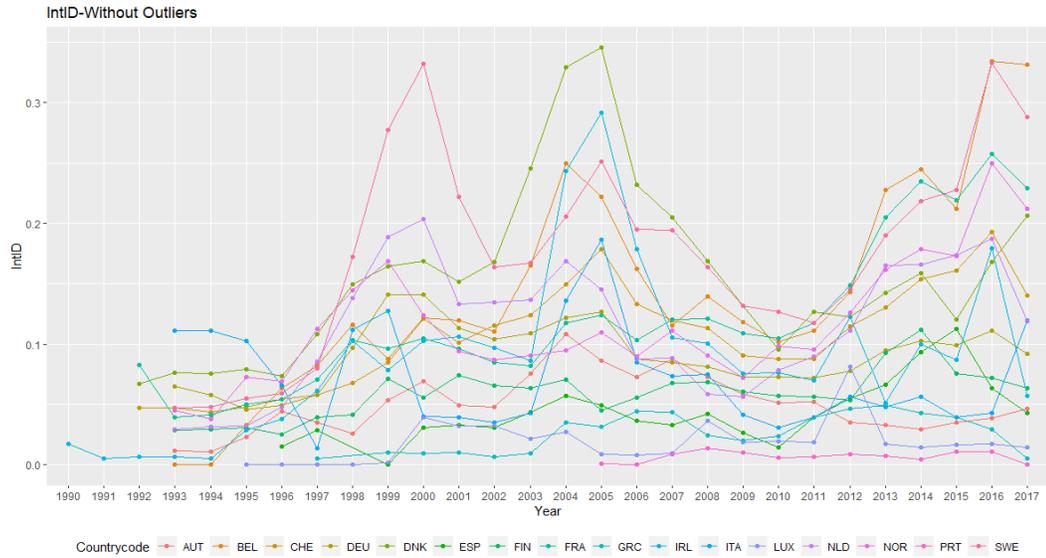
Fuente: Construcción propia Base de datos Compustat

A.2 .Valores nulos variables panel B- Europa

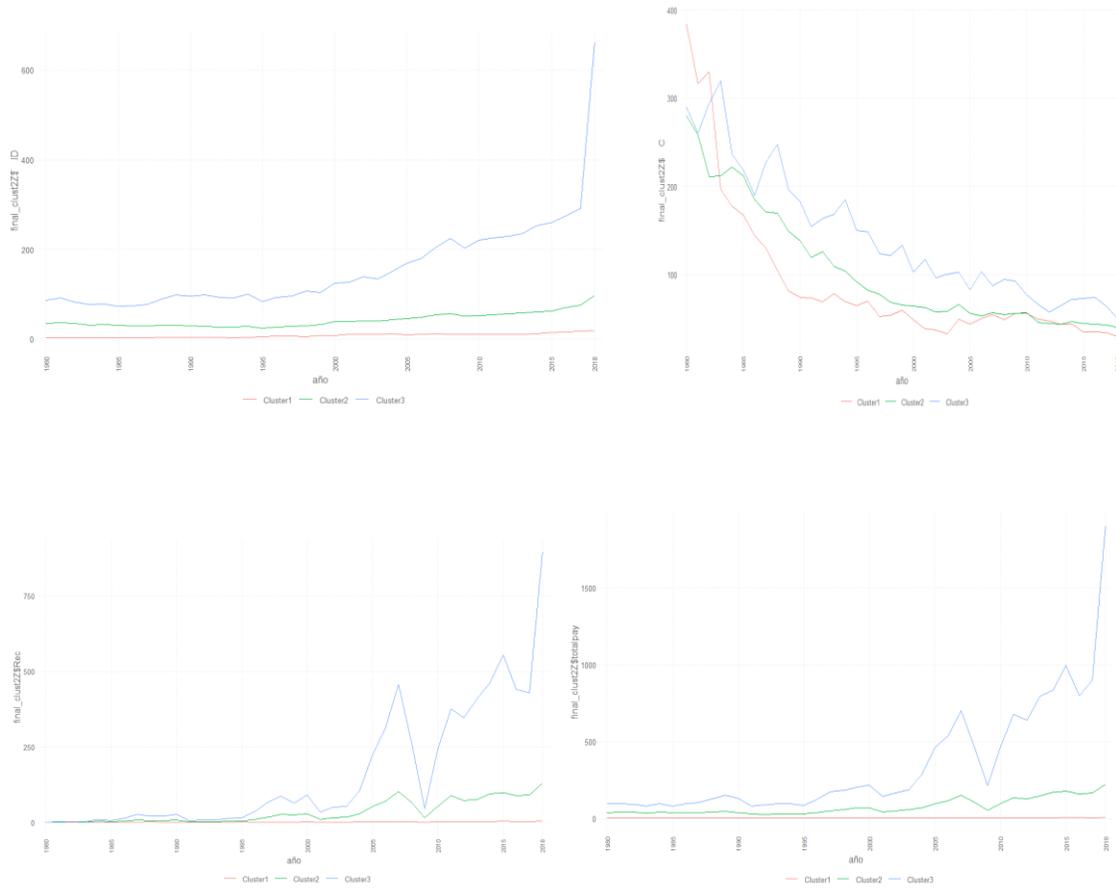


Fuente: Construcción propia Base de datos Compustat

A.3 Tendencia promedio anual de intensidad en I&D (IntID), intensida en Capex (IntC) por país-
Panel B

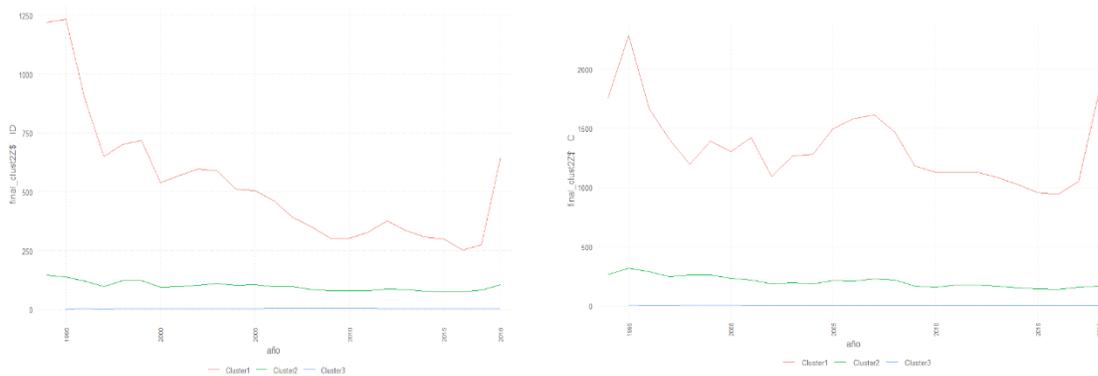


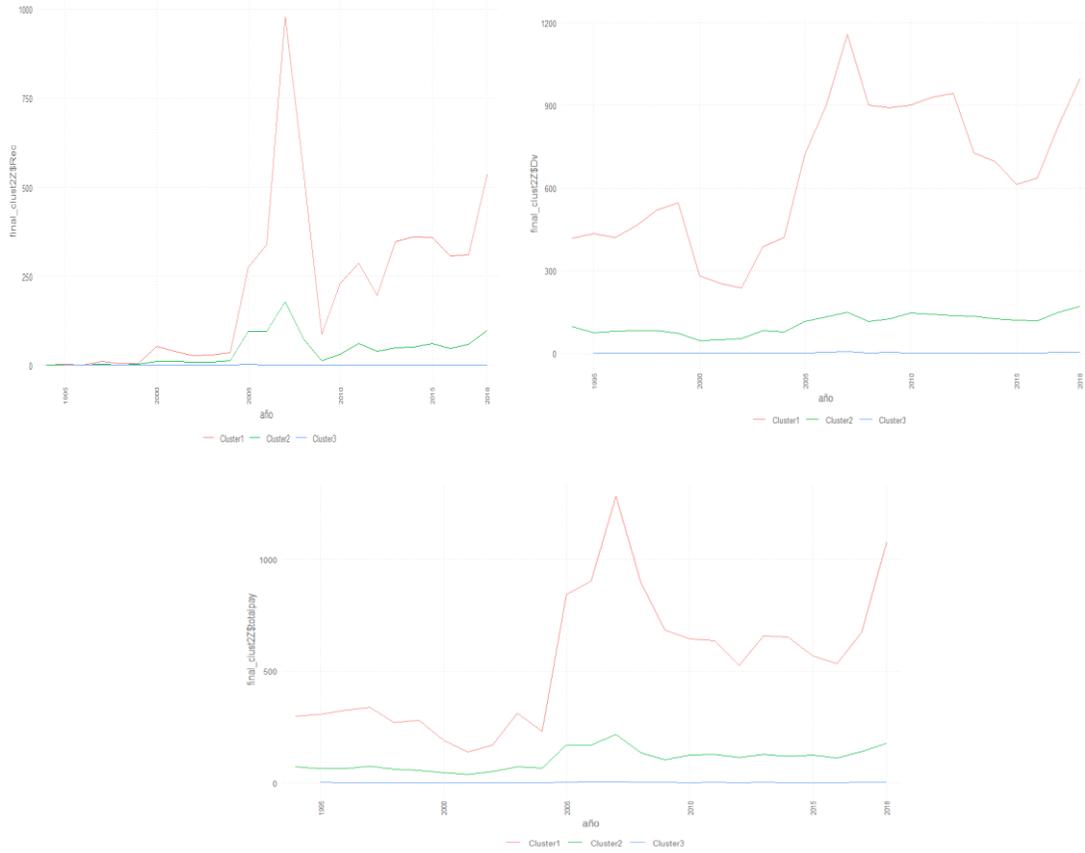
A.4. Características clúster con base en año 2018 tendencia histórica panel A- Estados Unidos



Fuente: Construcción propia- Base de datos Compustat

A.5. Características clúster con base en año 2018 tendencia histórica panel B- Europa





Fuente: Construcción propia- Base de datos Compustat

Anexo A.6 Empresas con mayores recompras periodo 2000-2018 Panel A

Ranking	Company	Companyname	Recabs_sum (valores 2018)	% de recompras periodo	% acumulado
1	4503	EXXON MOBIL CORP	304265,54	0,04	4%
2	1690	APPLE INC	260479,24	0,03	7%
3	12141	MICROSOFT CORP	230828,1	0,03	10%
4	6066	INTL BUSINESS MACHINES CORP	185607,59	0,02	12%
5	20779	CISCO SYSTEMS INC	140053,31	0,02	14%
6	8530	PFIZER INC	138934,38	0,02	15%
7	6008	INTEL CORP	124037,68	0,02	17%
8	8762	PROCTER & GAMBLE CO	119174,67	0,01	18%
9	11259	WALMART INC	117841,19	0,01	20%
10	6266	JOHNSON & JOHNSON	104376,72	0,01	21%
11	12142	ORACLE CORP	100172,67	0,01	22%
12	5606	HP INC	99590,27	0,01	23%
13	5047	GENERAL ELECTRIC CO	97813,12	0,01	25%
14	5680	HOME DEPOT INC	95438,5	0,01	26%
15	1602	AMGEN INC	79088,94	0,01	27%
16	3980	DISNEY (WALT) CO	78481,77	0,01	28%

17	174024	UNITED STATES OIL FUND LP	70541,11	0,01	28%
18	7257	MERCK & CO	68456,94	0,01	29%
19	7154	MCDONALD'S CORP	67889,06	0,01	30%
20	9899	AT&T INC	66656,82	0,01	31%
21	8479	PEPSICO INC	66174,42	0,01	32%
22	2285	BOEING CO	63964,33	0,01	33%
23	24800	QUALCOMM INC	62551,38	0,01	33%
24	14489	DELL TECHNOLOGIES INC	62168,48	0,01	34%
25	25056	TIME WARNER INC	60775,34	0,01	35%
26	179534	VISA INC	58547,95	0,01	36%
27	10903	UNITEDHEALTH GROUP INC	58072,08	0,01	36%
28	7435	3M CO	54081,38	0,01	37%
29	3226	COMCAST CORP	53196,82	0,01	38%
30	3144	COCA-COLA CO	53189,43	0,01	38%
31	22260	HCA HEALTHCARE INC	50980,55	0,01	39%
32	8549	CONOCOPHILLIPS	50463,51	0,01	39%
33	10499	TEXAS INSTRUMENTS INC	50150,38	0,01	40%
34	10920	UNITED PARCEL SERVICE INC	49523,88	0,01	41%
35	2991	CHEVRON CORP	47847,83	0,01	41%
36	24856	GILEAD SCIENCES INC	45097,73	0,01	42%
37	7241	CVS HEALTH CORP	42831,65	0,01	42%
38	145046	ANTHEM INC	42798,35	0,01	43%
39	179621	PHILIP MORRIS INTERNATIONAL	42263,31	0,01	43%
40	6829	LOWE'S COMPANIES INC	41358,13	0,01	44%
41	13714	CBS CORP	39163,96	0,00	44%
42	10983	UNITED TECHNOLOGIES CORP	39006,97	0,00	45%
43	8543	ALTRIA GROUP INC	37431,04	0,00	45%
44	12206	DIRECTV	35384,36	0,00	46%
45	6774	LOCKHEED MARTIN CORP	33666,53	0,00	46%
46	10867	UNION PACIFIC CORP	33290,3	0,00	46%
47	25356	EXPRESS SCRIPTS HOLDING CO	31528,74	0,00	47%
48	3813	TARGET CORP	31323,53	0,00	47%
49	114524	EBAY INC	30429,76	0,00	48%
50	12886	TWENTY-FIRST CENTURY FOX INC	30280,87	0,00	48%
51	7906	NIKE INC	30238,1	0,00	48%
52	160225	MASTERCARD INC	29486,41	0,00	49%
53	16101	ABBVIE INC	28844,59	0,00	49%
54	3170	COLGATE-PALMOLIVE CO	28017,08	0,00	49%
55	5073	GENERAL MOTORS CO	27389,46	0,00	50%
56	13599	CELGENE CORP	27056,93	0,00	50%
57	1300	HONEYWELL INTERNATIONAL INC	26489,18	0,00	50%
58	7985	NORTHROP GRUMMAN CORP	26200,56	0,00	51%
59	142953	MONDELEZ INTERNATIONAL INC	25883,55	0,00	51%
60	5878	ILLINOIS TOOL WORKS	25768,9	0,00	51%
61	2817	CATERPILLAR INC	25729,49	0,00	52%
62	1704	APPLIED MATERIALS INC	25704,98	0,00	52%
63	9465	SCHLUMBERGER LTD	25584,38	0,00	52%

64	1177	AETNA INC	25526,16	0,00	53%
65	24468	BIOGEN INC	24850,29	0,00	53%
66	6435	KIMBERLY-CLARK CORP	24437,79	0,00	53%
67	11264	WALGREENS BOOTS ALLIANCE INC	24365,69	0,00	53%
68	12053	EMC CORP/MA	23533,51	0,00	54%
69	28930	MARRIOTT INTL INC	23503,23	0,00	54%
70	65417	YUM BRANDS INC	23480,53	0,00	54%
71	165675	VIACOM INC	23327,63	0,00	55%
72	7585	MOTOROLA SOLUTIONS INC	23073,43	0,00	55%
73	15247	VALERO ENERGY CORP	22899,02	0,00	55%
74	62634	ALTABA INC	22306,04	0,00	55%
75	23809	AUTOZONE INC	22146,69	0,00	56%
76	170617	FACEBOOK INC	21413,44	0,00	56%
77	1891	AUTOMATIC DATA PROCESSING	21150,58	0,00	56%
78	5046	GENERAL DYNAMICS CORP	21140,8	0,00	56%
79	11672	TJX COMPANIES INC	21116,46	0,00	57%
80	25434	STARBUCKS CORP	21037,44	0,00	57%
81	160329	ALPHABET INC	20787,2	0,00	57%
82	5071	GENERAL MILLS INC	20685,9	0,00	57%
83	2086	BAXTER INTERNATIONAL INC	20482,15	0,00	58%
84	2547	CIGNA CORP	20391,82	0,00	58%
85	3532	CORNING INC	19773,26	0,00	58%
86	6502	KROGER CO	19698,76	0,00	58%
87	4087	DU PONT (E I) DE NEMOURS	19612,66	0,00	59%
88	3835	DEERE & CO	19566,2	0,00	59%
89	4611	MACY'S INC	19357,44	0,00	59%
90	12540	ADOBE INC	19290,95	0,00	59%
91	15855	SYMANTEC CORP	19189,5	0,00	60%
92	126136	CHARTER COMMUNICATIONS INC	19135,92	0,00	60%
93	25157	FIRST DATA CORP	18986,75	0,00	60%
94	2574	CSX CORP	18909,59	0,00	60%
95	4990	GAP INC	18793,86	0,00	61%
96	1078	ABBOTT LABORATORIES	18659,05	0,00	61%
97	7171	MCKESSON CORP	18205,39	0,00	61%
98	2751	CARDINAL HEALTH INC	17798,95	0,00	61%
99	2136	VERIZON COMMUNICATIONS INC	16989,36	0,00	61%
100	8972	RAYTHEON CO	16966,02	0,00	62%

Anexo B. Otros Anexos

Anexo B.1 Tasas impositivas sobre dividendos

Taxation of Corporate and Capital Income (2018): Overall Statutory Tax Rates on Dividend Income

Country	Type of dividend treatment	CIT rate on dist prof ²	Pre-tax dist prof ³	Dist prof ⁴	Final withholding tax ⁵	PIT rate on (grossed-up) dividend ⁶	Grossed up dividend ⁷	Imputation rate ⁸	Imputation / dividend tax credit ⁹	Net personal tax ¹⁰	Overall PIT + CIT rate ¹¹	CIT/PIT + CIT ¹²	PIT/PIT + CIT ¹²
Australia ^a	FI	30,0	142,9	100	--	47,0	142,9	30,0	42,9	24,3	47,0	63,8	36,2
Austria	CL	25,0	133,3	100	27,5	27,5	--	--	--	27,5	45,6	54,8	45,2
Belgium	CL	29,6	142,0	100	--	30,0	--	--	--	30,0	50,7	58,3	41,7
Canada	FI	26,8	136,6	100	--	53,5	138,0	25,0	34,5	39,3	55,6	48,2	51,8
Chile	FI	25,0	133,3	100	--	35,0	133,3	25,0	33,3	13,3	35,0	71,4	28,6
Czech Republic	CL	19,0	123,5	100	15,0	15,0	--	--	--	15,0	31,2	61,0	39,0
Denmark	MC L	22,0	128,2	100	--	42,0	--	--	--	42,0	54,8	40,2	59,8
Estonia	NST	20,0	125,0	100	--	7,0	--	--	--	0,0	20,0	100,0	0,0
Finland	PIN	20,0	125,0	100	--	34,0	--	--	--	28,9	43,1	46,4	53,6
France	PIN	34,4	152,5	100	--	34,0	--	--	--	34,0	56,7	60,7	39,3
Germany	CL	29,9	142,6	100	26,4	26,4	--	--	--	26,4	48,4	61,8	38,2
Greece	MC L	29,0	140,8	100	15,0	15,0	--	--	--	15,0	39,7	65,9	34,1
Hungary	OTH	9,0	109,9	100	--	15,0	--	--	--	15,0	22,7	39,7	60,3
Iceland	CL	20,0	125,0	100	--	22,0	--	--	--	22,0	37,6	53,2	46,8
Ireland	CL	12,5	114,3	100	--	51,0	--	--	--	51,0	57,1	21,9	78,1
Israel	CL	23,0	129,9	100	--	33,0	--	--	--	33,0	48,4	47,5	52,5
Italy	CL/PIN	24,0	131,6	100	26,0	26,0	--	--	--	26,0	43,8	54,8	45,2
Japan	MC L	29,7	142,3	100	20,3	20,3	--	--	--	20,3	44,0	67,6	32,4
Korea	PI	27,5	137,9	100	--	46,2	111,0	9,9	11,0	40,3	56,7	48,5	51,5
Latvia	CL	20,0	125,0	100	--	0,0	--	--	--	0,0	20,0	100,0	0,0
Lithuania	CL	15,0	117,7	100	15,0	..	--	--	--	15,0	27,8	54,1	45,9
Luxembourg	PIN	26,0	135,2	100	--	42,0	--	--	--	21,0	41,5	62,6	37,4
Mexico	FI	30,0	142,9	100	10,0	42,0	142,9	30,0	42,9	17,1	42,0	71,4	28,6
Netherlands	CL	25,0	133,3	100	--	25,0	25,0	43,8	57,1	42,9
New Zealand ^b	FI	28,0	138,9	100	--	33,0	138,9	28,0	38,9	6,9	33,0	84,8	15,2
Norway	OTH	23,0	129,9	100	--	30,6	--	--	--	30,6	46,6	49,4	50,6
Poland	MC L	19,0	123,5	100	19,0	19,0	--	--	--	19,0	34,4	55,2	44,8
Portugal	MC L	31,5	146,0	100	25,0	28,0	--	--	--	28,0	50,7	62,2	37,8
Slovak Republic	CL	21,0	126,6	100	7,0	7,0	--	--	--	7,0	26,5	79,2	20,9
Slovenia	CL	19,0	123,5	100	25,0	25,0	--	--	--	25,0	39,3	48,4	51,6
Spain	CL	25,0	133,3	100	--	23,0	--	--	--	23,0	42,3	59,2	40,8
Sweden	CL	22,0	128,2	100	--	30,0	--	--	--	30,0	45,4	48,5	51,5

Switzerland	MC L	21,1	126,8	100	--	21,1	--	--	--	21,1	37,8	55,9	44,1
Turkey	PIN	22,0	128,2	100	--	35,0	--	--	--	17,5	35,0	61,2	38,3
United Kingdom ^e	PI	19,0	123,5	100	--	38,1	100,0	0,0	0,0	38,1	49,9	38,1	61,9
United States	MC L	25,8	134,8	100,0	--	29,2	--	--	--	29,2	47,5	54,4	45,6

Fuente: OECD. Taxes Database

Anexo B.2 Estructura de compensación CEOs empresas Europa

	Denmark			Finland			Sweden			Norway		
	Salary ratio_mean	Bonus ratio_mean	Equity awarded ratio_mean	Salary ratio_mean	Bonus ratio_mean	Equity awarded ratio_mean	Salary ratio_mean	Bonus ratio_mean	Equity awarded ratio_mean	Salary ratio_mean	Bonus ratio_mean	Equity awarded ratio_mean
1999				0,8	0,2	-	0,8	0,2	0,0	1,0	-	-
2000				0,8	0,2	-	0,8	0,1	0,0	0,9	-	0,1
2001				0,7	0,3	0,0	0,9	0,1	0,0	0,9	0,1	0,1
2002	1,0	-	-	0,3	0,1	0,5	0,9	0,1	0,1	0,8	0,0	0,1
2003	0,9	-	0,1	0,4	0,3	0,2	0,9	0,1	0,0	0,7	0,1	0,2
2004	0,8	0,2	-	0,2	0,2	0,6	0,8	0,2	0,0	0,9	0,1	0,1
2005	0,8	0,2	-	0,2	0,2	0,6	0,7	0,2	0,0	0,9	0,1	0,0
2006	0,8	0,2	-	0,2	0,1	0,7	0,8	0,2	0,0	0,6	0,1	0,3
2007	0,7	0,3	-	0,2	0,1	0,7	0,8	0,2	0,0	0,8	0,1	0,1
2008	0,7	0,3	-	0,5	0,1	0,4	0,8	0,2	0,0	0,8	0,1	0,0
2009	0,8	0,2	-	0,3	0,1	0,6	0,8	0,2	-	0,7	0,2	0,1
2010	0,8	0,2	-	0,4	0,1	0,5	0,7	0,3	0,0	0,7	0,1	0,1
2011	0,7	0,3	-	0,4	0,1	0,4	0,7	0,3	0,0	0,8	0,1	0,1
2012	0,8	0,2	-	0,3	-	0,7	0,8	0,2	0,0	0,6	0,2	0,2
2013	0,7	0,3	-	0,4	0,1	0,6	0,9	0,1	-	0,6	0,2	0,2
2014	0,6	0,4	-	0,3	0,3	0,4	0,7	0,2	0,1	0,7	0,3	0,0
2015	0,6	0,4	-	0,7	0,3	-	0,6	0,4	0,0	0,7	0,2	0,1
2016	0,7	0,3	-	0,9	0,1	-	0,7	0,3	-	0,7	0,2	0,1
2017	0,6	0,4	-	0,5	0,2	0,3	0,6	0,3	0,0			
2018	0,6	0,4	-				0,6	0,3	0,1			

	France			Germany			Netherlands			Spain			Switzerland			United Kingdom - England		
	Salary ratio_mean	Bonus ratio_mean	Equity awarded ratio_mean	Salary ratio_mean	Bonus ratio_mean	Equity awarded ratio_mean	Salary ratio_mean	Bonus ratio_mean	Equity awarded ratio_mean	Salary ratio_mean	Bonus ratio_mean	Equity awarded ratio_mean	Salary ratio_mean	Bonus ratio_mean	Equity awarded ratio_mean	Salary ratio_mean	Bonus ratio_mean	Equity awarded ratio_mean
1999	0,7	0,2	0,1	1,0	-	-	0,3	0,1	0,5				0,6	0,2	0,2	0,6	0,2	0,3
2000	0,5	0,3	0,2	0,4	0,2	0,4	0,2	0,1	0,7	-	-	1,0	0,7	0,2	0,1	0,3	0,1	0,6
2001	0,6	0,1	0,3	0,5	0,1	0,4	0,3	0,1	0,5	1,0	-	-	0,5	0,2	0,3	0,5	0,2	0,3
2002	0,6	0,1	0,3	0,4	0,4	0,2	0,6	0,2	0,2	0,8	0,1	0,1	0,6	0,3	0,1	0,5	0,3	0,2
2003	0,6	0,1	0,2	0,5	0,4	0,2	0,5	0,2	0,3	0,9	0,1	-	0,5	0,2	0,4	0,4	0,3	0,3
2004	0,6	0,2	0,2	0,4	0,6	0,1	0,5	0,3	0,2	0,9	0,1	-	0,4	0,2	0,4	0,2	0,2	0,7
2005	0,5	0,2	0,2	0,4	0,5	0,1	0,5	0,2	0,3	0,8	0,2	-	0,3	0,1	0,5	0,3	0,2	0,5
2006	0,5	0,2	0,4	0,4	0,4	0,2	0,4	0,3	0,3	0,4	0,1	0,5	0,3	0,2	0,5	0,2	0,2	0,6
2007	0,5	0,2	0,3	0,3	0,5	0,2	0,5	0,3	0,3	0,9	0,1	-	0,4	0,1	0,5	0,2	0,2	0,6
2008	0,4	0,3	0,3	0,3	0,5	0,2	0,5	0,3	0,2	0,9	0,1	-	0,5	0,1	0,4	0,2	0,2	0,6
2009	0,4	0,2	0,4	0,4	0,4	0,2	0,6	0,2	0,2	1,0	0,0	-	0,4	0,1	0,5	0,2	0,2	0,6

2010	0,4	0,2	0,4	0,3	0,5	0,2	0,4	0,3	0,3	0,8	0,2	-	0,5	0,1	0,4	0,1	0,1	0,8
2011	0,3	0,3	0,3	0,3	0,5	0,2	0,4	0,2	0,4	0,5	0,2	0,3	0,4	0,2	0,4	0,2	0,2	0,6
2012	0,4	0,3	0,3	0,3	0,5	0,1	0,4	0,2	0,4	0,5	0,2	0,3	0,4	0,2	0,5	0,2	0,2	0,5
2013	0,4	0,2	0,4	0,4	0,5	0,2	0,5	0,2	0,4	0,5	0,2	0,3	0,4	0,2	0,4	0,6	0,1	0,3
2014	0,4	0,2	0,4	0,3	0,4	0,2	0,4	0,2	0,4	0,6	0,2	0,2	0,4	0,2	0,4	0,5	0,1	0,4
2015	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3	0,5	0,2	0,4	0,5	0,3	0,2	0,4	0,2	0,4	0,2	0,3	0,5
2016	0,4	0,2	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	0,2	0,3	0,6	0,3	0,1	0,4	0,1	0,5	0,4	0,3	0,4
2017	0,4	0,3	0,4	0,3	0,4	0,3	0,3	0,2	0,4	0,7	0,2	0,1	0,4	0,2	0,4	0,3	0,2	0,4
2018	0,4	0,2	0,4	0,4	0,4	0,3	0,4	0,2	0,4	0,5	0,3	0,2	0,4	0,2	0,4	0,2	0,2	0,6

Salaryratio=salary/total remuneration period

Bonusratio=Bonus/total remuneration period

EquityAwarded ratio = Total Equity Awarded during the period/total remuneration period

Total equity Awarded during the period = Total Stock (ValEqAward), Options (EstValOptAward) and LTIP Awards

Total remuneration period = Salary + bonus+ total equity awarded during the period

Anexo B.3 Estructura de compensación CEOs por sectores

Estructura de remuneración CEO diferenciada por sectores Estados Unidos 2000-2018 (media)

Sector	2000			2005			2010			2018		
	Salary ratio	Bonus ratio	Equity awarded ratio	Salary ratio	Bonus ratio	Equity awarded ratio	Salary ratio	Bonus ratio	Equity awarded ratio	Salary ratio	Bonus ratio	Equity awarded ratio
Aerospace & Defence	0,30	0,25	0,45	0,25	0,29	0,45	0,08	0,08	0,83	0,08	-	0,92
Automobiles & Parts	0,25	0,23	0,51	0,26	0,21	0,53	0,21	0,01	0,78	0,39	0,00	0,61
Beverages	0,18	0,12	0,70	0,12	0,09	0,79	0,25	0,11	0,64	0,09	-	0,91
Business Services	0,53	0,15	0,32	0,35	0,20	0,44	0,26	0,01	0,73	0,15	-	0,85
Chemicals	0,22	0,11	0,67	0,26	0,16	0,58	0,10	0,02	0,87	0,12	-	0,88
Clothing & Personal Products	0,20	0,09	0,71	0,18	0,21	0,61	0,08	-	0,92	0,10	0,01	0,89
Construction & Building Materials	0,33	0,28	0,39	0,23	0,40	0,37	0,18	0,03	0,79	0,10	-	0,90
Consumer Services	0,54	0,06	0,40	0,32	0,19	0,49	0,11	-	0,89	0,15	0,02	0,83
Containers & Packaging	0,40	0,27	0,33	0,22	0,17	0,61	0,14	0,02	0,84	0,13	-	0,87
Diversified Industrials	0,12	0,08	0,80	0,21	0,32	0,47	0,08	0,07	0,85	0,09	0,01	0,90
Education	0,23	0,11	0,66	0,60	0,27	0,13	0,26	-	0,74			
Electricity	0,13	0,09	0,78	0,30	0,18	0,52	0,11	-	0,89	0,09	-	0,91
Electronic & Electrical Equipment	0,28	0,14	0,58	0,29	0,15	0,57	0,26	0,02	0,72	0,10	0,00	0,89
Engineering & Machinery	0,18	0,17	0,65	0,33	0,19	0,48	0,27	0,01	0,71	0,09	0,01	0,91
Food & Drug Retailers	0,34	0,13	0,53	0,62	0,19	0,20	0,17	-	0,83	0,08	-	0,92
Food Producers & Processors	0,24	0,21	0,54	0,24	0,19	0,57	0,21	0,01	0,78	0,17	0,00	0,83
Forestry & Paper	0,16	0,15	0,69	0,26	0,14	0,60	0,11	-	0,89	0,16	-	0,84
General Retailers	0,30	0,14	0,56	0,36	0,13	0,51	0,22	0,02	0,77	0,13	0,00	0,86
Health	0,33	0,15	0,51	0,26	0,13	0,60	0,35	0,00	0,64	0,08	0,00	0,92
Household Products	0,23	0,15	0,62	0,29	0,10	0,61	0,11	0,00	0,88	0,09	0,00	0,91
Information Technology Hardware	0,14	0,12	0,74	0,35	0,23	0,42	0,25	0,08	0,67	0,22	0,14	0,64
Leisure & Hotels	0,25	0,30	0,45	0,28	0,27	0,45	0,15	0,03	0,82	0,26	0,00	0,74
Leisure Goods	0,42	0,07	0,51	0,30	0,14	0,56	0,07	-	0,93			
Media & Entertainment	0,41	0,20	0,39	0,29	0,26	0,45	0,38	0,15	0,47	0,73	0,10	0,17

Mining	0,47	0,21	0,32	0,21	0,22	0,57	0,30	0,02	0,68	0,71	-	0,29
Oil & Gas	0,21	0,16	0,63	0,14	0,19	0,67	0,14	0,06	0,80	0,20	0,00	0,79
Pharmaceuticals and Biotechnology	0,22	0,11	0,67	0,25	0,13	0,63	0,19	0,02	0,79	0,23	0,02	0,75
Publishing	0,21	0,18	0,61	0,28	0,27	0,45	0,15	-	0,85	0,24	0,04	0,72
Real Estate	0,35	0,19	0,46	0,26	0,18	0,55	0,17	0,15	0,68	0,09	-	0,91
Renewable Energy	0,16	0,17	0,67	0,09	0,15	0,76	0,08	0,06	0,87			
Software & Computer Services	0,25	0,18	0,56	0,22	0,24	0,54	0,16	0,19	0,65	0,19	0,09	0,72
Speciality & Other Finance	0,17	0,33	0,50	0,23	0,40	0,38	0,23	0,20	0,57	0,10	0,23	0,67
Steel & Other Metals	0,16	0,12	0,73	0,22	0,18	0,60	0,45	0,01	0,54	0,15	-	0,85
Telecommunication Services	0,21	0,14	0,65	0,26	0,27	0,47	0,43	0,02	0,55	0,22	-	0,78
Tobacco	0,03	0,06	0,91	0,07	0,17	0,76	0,11	0,08	0,81			
Transport	0,28	0,16	0,57	0,29	0,29	0,41	0,13	-	0,87	0,17	-	0,83
Utilities - Other	0,18	0,16	0,65	0,22	0,20	0,59	0,19	0,00	0,81	0,13	-	0,87

Salaryratio=salary/total remuneration period

Bonusratio=Bonus/total remuneration period

Capitalratio = Total Equity Awarded during the period/total remuneration period

Total equity Awarded during the period = Total Stock, Option, and LTIP Awards (in 000s) (TotEqAtRisk)

Total remuneration period = Salary + bonus+ total equity awarded during the period

Fuente: Construcción propia a partir de datos Wharton. Boardex- compensación anual CEO: USA

Estructura de remuneración CEO diferenciada por sectores Europa 2000-2018 (media)

Sector	2000			2005			2010			2018		
	Salary ratio	Bonus ratio	Equity awarded ratio	Salary ratio	Bonus ratio	Equity awarded ratio	salary ratio	Bonus ratio	Equity awarded ratio	Salary ratio	Bonus ratio	Equity awarded ratio
Aerospace & Defence				0,29	0,31	0,40	1,00	-	-	0,41	0,59	-
Automobiles & Parts	0,22	0,05	0,73	0,47	0,46	0,07	0,30	0,49	0,21	0,33	0,35	0,32
Beverages				0,34	0,38	0,28	0,49	0,21	0,30	0,34	0,16	0,50
Business Services	0,43	0,07	0,50	0,47	0,19	0,34	0,54	0,11	0,35	0,37	0,09	0,55
Chemicals	1,00	-	-	0,31	0,33	0,36	0,39	0,50	0,11	0,43	0,46	0,11
Clothing & Personal Products	0,46	-	0,54	0,82	0,09	0,09	0,78	0,18	0,04	0,53	0,29	0,18
Construction & Building Materials	0,58	0,22	0,20	0,38	0,29	0,33	0,44	0,21	0,35	0,39	0,23	0,38
Containers & Packaging							0,46	0,25	0,29	0,30	0,22	0,49
Diversified Industrials	0,72	0,12	0,16	0,55	0,35	0,10	0,55	0,37	0,08	0,46	0,34	0,20
Electricity	1,00	-	-	0,60	0,28	0,12	0,64	0,31	0,05	0,55	0,30	0,15
Electronic & Electrical Equipment	0,13	0,09	0,78	0,30	0,27	0,43	0,28	0,15	0,57	0,20	0,13	0,67
Engineering & Machinery				0,43	0,23	0,33	0,29	0,30	0,41	0,48	0,48	0,04
Food & Drug Retailers	-	-	1,00	0,38	0,25	0,37	0,47	0,17	0,37	0,56	0,44	-
Food Producers & Processors	0,44	0,20	0,36	0,57	0,23	0,21	0,53	0,26	0,21	0,39	0,18	0,43
General Retailers	0,47	-	0,53	0,62	0,22	0,16	0,45	0,30	0,25	0,45	0,32	0,23
Health	0,82	0,18	-	0,80	0,07	0,13	0,35	0,08	0,57	0,44	0,11	0,44
Household Products	0,72	0,28	-	0,96	0,04	-	0,24	0,68	0,08	0,38	0,62	-
Information Technology Hardware				0,63	0,31	0,06	0,29	0,14	0,57	0,29	0,15	0,55
Leisure & Hotels	0,69	0,31	-	0,48	0,26	0,25	0,64	0,24	0,12	0,52	0,17	0,31
Media & Entertainment	0,33	0,06	0,61	0,43	0,36	0,21	0,44	0,11	0,46	0,42	0,22	0,37
Mining				0,64	0,05	0,31	0,72	0,11	0,17	0,78	0,08	0,15
Oil & Gas	0,57	0,06	0,37	0,62	0,12	0,26	0,58	0,21	0,22	0,56	0,23	0,21
Pharmaceuticals and Biotechnology	0,26	0,07	0,67	0,47	0,19	0,34	0,41	0,20	0,39	0,33	0,24	0,43
Real Estate	0,49	0,41	0,10	0,56	0,31	0,13	0,63	0,08	0,28	0,48	0,28	0,24
Renewable Energy				0,50	-	0,50	0,77	0,20	0,03	1,00	-	-
Software & Computer Services	0,74	0,14	0,12	0,62	0,24	0,14	0,63	0,23	0,14	0,34	0,14	0,53
Steel & Other Metals	0,19	0,06	0,74	0,54	0,13	0,32	0,62	0,17	0,22	0,27	0,47	0,25

Telecommunication Services	0,75	0,25	-	0,40	0,34	0,26	0,48	0,22	0,31	0,35	0,28	0,37
Transport				0,70	0,27	0,03	0,58	0,24	0,18	0,68	0,07	0,25
Utilities - Other	0,51	0,49	-	0,36	0,15	0,49	0,32	0,34	0,34	0,40	0,40	0,20

Salaryratio=salary/total remuneration period

Bonusratio=Bonus/total remuneration period

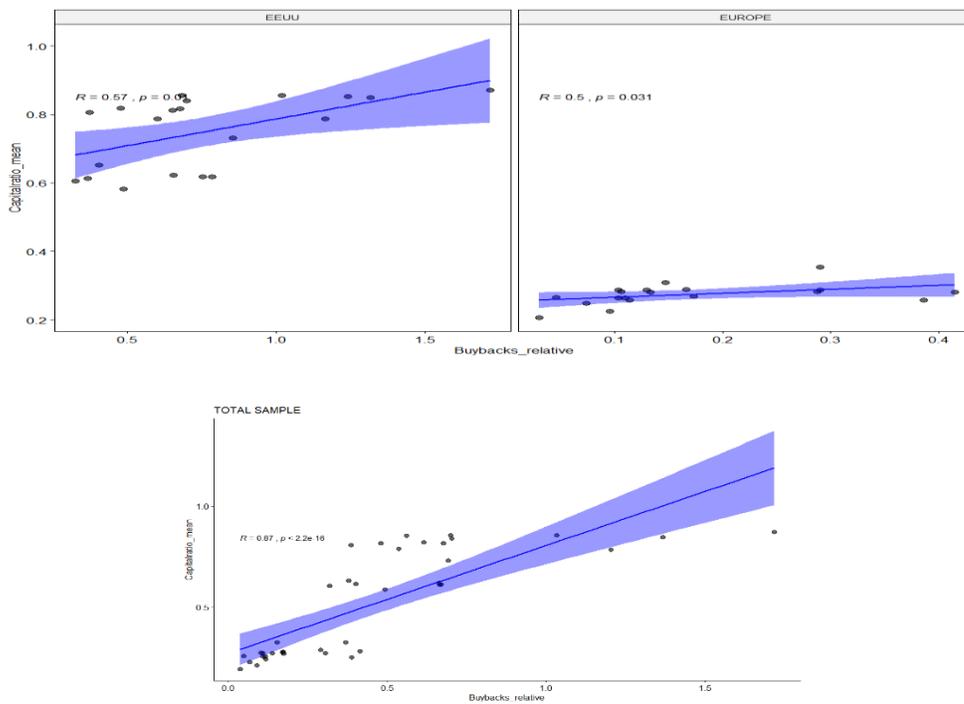
Capitalratio = Total Equity Awarded during the period/total remuneration period

Total equity Awarded during the period = Total Stock, Option, and LTIP Awards (in 000s) (TotEqAtRisk)

Total remuneration period = Salary + bonus+ total equity awarded during the period

Fuente: Construcción propia a partir de datos Wharton. Boardex- compensación anual CEO: EUROPE

B.4. Pearson correlación recompra de acciones vs remuneración CEOs capital ratio



Fuente: Construcción propia a partir de datos Wharton: Boardex and Compustat

Bibliografía

Acs, Z. & Audretsch, D. (1990). Innovation and small firms. The MIT Press, Cambridge.London. England

Aghion, P., Bond, S., Klemm, A. & Marinescu, L. (2004).Technology and financial structure: Are innovative firms different? Journal of the European Economic Association 2(2-3): 277-288.

Aghion, P., & Howitt, P. (1992). A model of growth through creative destruction. Econometrica 60 (2), 323-351.

Aglietta, M., & Brand, T. (2015). Un New Deal para Europa. Traducción: Ana Useros Martín. Traficantes de Sueños.

Aglietta, M., & Rebérioux, A. (2005). Corporate governance adrift. A critique of shareholder value. Edward Elgar Publishing Limited. Northampton. Massachusetts. USA

Akerlof, G., (1970). The market for "lemons": quality uncertainty and the market mechanism. The Quarterly Journal of Economics. 84 (3). pp. 488-500

Andreucci, D., García-Lamarca, M., Wedekind, J., & Swyngedouw, E. (2017). Value grabbing: A political ecology of rent, capitalism nature socialism, 28 (3), 28-47, doi: 10.1080/10455752.2016.1278027

Arbeláez, B. F. (2006). La dialéctica de las finanzas: ¿Aristóteles versus Hegel?. ODEON, (3). Recuperado a partir de <https://revistas.uexternado.edu.co/index.php/odeon/article/view/2651>

Arbeláez B. F. (2008). De los caminos para detener el huracán financiero que azota al planeta. ODEON. 4. Recuperado a partir de <https://revistas.uexternado.edu.co/index.php/odeon/article/view/2659>

Arbeláez, B. F. (2010). La crisis financiera mundial, o de la bancarrota monumental de los presupuestos conceptuales y prácticos del capitalismo financiarizado y de la necesidad de renovarlos. ODEON, (5). Recuperado a partir de <https://revistas.uexternado.edu.co/index.php/odeon/article/view/2866>

Archer, S. (2011). Pension funds as owners and financial intermediaries: A review of recent Canadian experience. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1884441> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1884441>

Argitis, G. (2008). Finance, investment and macroeconomic performance. *European Research Studies Journal*. 0(1-2), 71-88.

Armour, J., Awrey, D., Davies, P., Enriques, L., Gordon, J., Mayer, C., & Payne, J. (2016). *Principles of financial regulation*. Oxford University Press. United States of America.

Arrow, K.J. (1962). Economic welfare and the allocation of resources for invention. In *the rate and direction of inventive activity: economic and social factors*, ed. R.R. Nelson, and 609–25. Princeton, University Press for N.B.E.R.

Arvidsson, A., & Colleoni, Elanor (2012). Value in informational capitalism and on the internet, *the information society*, 28 (3), 135-150, doi: 10.1080/01972243.2012.669449

Auerbach, A. J., & Hassett, K. A. (2002). A new measure of horizontal equity. *American Economic Review*. 92 (4), 1116-1125

Auvray, T., & Rabinovich J. (2017). The financialisation-offshoring nexus and the capital accumulation of U.S. nonfinancial firms. 2017. fahal-01492373f

Auvray, T., & Rabinovich J. (2019). The financialisation–offshoring nexus and the capital accumulation of US non-financial firms. *Cambridge Journal of Economics* 43, 1183–1218. doi:10.1093/cje/bey058

Baldwin, W. L., & Scott, J. T. (1987). *Market structure and technological change*. London: Harwood. Academic Publishers.

Basu, S., & Waymire, G. (2008). Has the importance of intangibles really grown? And if so, why?. *International Accounting Policy Forum, Special Issue, 2008, Accounting and Business Research*, Forthcoming, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1124522>

Baumol, W. J. (1990). Entrepreneurship: productive, unproductive, and destructive. *Journal of Political Economy* 98, 5, 893-921.

Beattie, V., & Thomson, S. J. (2007). Lifting the lid on the use of content analysis to investigate intellectual capital disclosures. *Accounting Forum*, 31(2), 129-163. <https://doi.org/10.1016/j.accfor.2007.02.001>

Bell, D. (1973). *The Coming of post-industrial society*. Version revisada 1999. Basic Books, a member of the Perseus Books Group.

Berghoff, H. (2016). Varieties of financialization? evidence from German industry in the 1990s. *Business History Review* 90, 81–108, doi: 10.1017/S0007680516000039

Bessen, J. & Meurer, M. (2008). Patent failure: how judges, bureaucrats, and lawyers put innovators at risk. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Bezemer, D., & Hudson, M. (2016). Finance is not the economy: reviving the conceptual distinction. *Journal of Economic Issues*, 50(3), 745-768, doi: 10.1080/00213624.2016.1210384

Birch, K. (2020). Technoscience rent: toward a theory of rentiership for technoscientific capitalism. *Science, Technology, & Human Values* 2020, 45(1), 3-33., doi: 10.1177/0162243919829567

Birch, K., Chiappetta, M. & Artyushina, A. (2020): The problem of innovation in technoscientific capitalism: data rentiership and the policy implications of turning personal digital data into a private asset, *Policy Studies*, doi: 10.1080/01442872.2020.1748264

Bloch, C. (2005). R&D investment and internal finance: the cash flow effect. *Economics of Innovation and New Technology*, 14(3), 213-223

Block, Joern (2009). Long-term orientation of family firms. An investigation of R&D investments, downsizing practices, and executive pay. Gabler. Germany.

Bognanno, M. (2010). Executive compensation. Palgrave Macmillan (ed.), the New Palgrave Dictionary of Economic. doi: 10.1057/978-1-349-95121-5_2921-1

Boltanski, L. & Chiapello, É. (2002). El nuevo espíritu del capitalismo. Traducción por Pérez, Marisa; Riesco, Alberto y Sánchez, Raúl. Ediciones Akal, S.A. Madrid. España.

Bortis (2010). The real and the financial sector of a monetary production economy in the perspective of classical-Keynesian political economy. VII International Colloquium getting out of the current economic crisis in the light of alternative development paradigms. Department of Economics of the University of Brasilia and the Centre d'Economie de Paris Nord of the University of Paris 13, May 27-28, 2010 at the Maison des Sciences de l'Homme (Paris).

Botzem, S., & Dobusch, L. (2017). Financialization as strategy: accounting for inter-organizational value creation in the European real estate industry. *Accounting, Organizations and Society*, 59(C), 31-43.

Boyer, R. (2000). Is a finance- led growth regime a viable alternative to fordism? A preliminary analysis. *Economy and Society*, 29, 111–145.

Boyer, R. & Perry, J. (2013). IC, the achilles heel of accounting and macroeconomics. Recuperado en http://robertboyer.org/download/RBJP_2013_SASE.pdf marzo 10 de 2016

Boyer, R. (2018). Marx's legacy, régulation theory and contemporary capitalism. *Review of Political Economy*, 30 (3), 284-316, doi: 10.1080/09538259.2018.1449480

Bradley, M. Jarrell, G., & Kim, E. (1984). On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence. *Journal of Finance* 39, 857-878.

Bronars, S., & Deere, D. (1991). The threat of unionization, the use of debt, and the preservation of shareholder wealth. *The Quarterly Journal of Economics*, 106(1), 231-254. <http://www.jstor.org/stable/2937914>

Brown, J. R., & Petersen, B. C. (2009). Why has the investment-cash flow sensitivity declined so sharply? Rising R&D and equity market developments. *Journal of Banking & Finance*, 33(5), 971-984.

Brunhoff, S. (2009). Finanzas, Capital, Estados. En S. de Brunhoff, & F. Chesnais, *Las finanzas capitalistas*. Buenos Aires. Herramienta Ediciones. 25-78

Bryan, D., Rafferty, M. & Wigan, D. (2017) Capital unchained: finance, intangible assets and the double life of capital in the offshore world, *Review of International Political Economy*, 24:1, 56-86, doi: 10.1080/09692290.2016.1262446

Bushee, B.J. (2001). Do institutional investors prefer near-term earnings over long-run value? *Contemporary Accounting Research* 18 (2), 207–246

Carpenter, J. & Yermack, D. (1999). Executive compensation and shareholder value: theory and evidence. Springer-Science+Business Media, B.V.

Cecchetti, S. & Kharroubi, E. (2015). Why does financial sector growth crowd out real economic growth? BIS Working Paper No.490. Basel: Bank for International Settlements.

Chandler, A. (1977). *The visible hand: the managerial revolution in the history of the industrial enterprise*. Cambridge, MA: Harvard University Press.

Chen B, Hanson, S., & Stein J. (2017). The decline of big-bank lending to small business: dynamic impacts on local credit and labor markets. Harvard University. Working Paper. <https://scholar.harvard.edu/brianchen/publications/decline-big-bank-lending-small-business-dynamic-impacts-local-credit-and>

Commons, J. (2009). *Institutional economics: Its place in political economy*. New Brunswick, NJ: Transaction Publishers.

Crotty, J. (1990). Owner manager conflict and financial theories of investment instability: a critical assessment of Keynes, Tobin, and Minsky. *Journal of Post Keynesian Economics*, 12 (4), 519-542, doi: 10.1080/01603477.1990.11489816

Chesnais, F. (2007). The economic foundations of contemporary imperialism. *Historical Materialism* 15, 121–142

Chesnais, F. (2009). La preeminencia de las finanzas en el seno del “capital en general”, el capital ficticio y el movimiento contemporáneo de mundialización del capital. En S. de Brunhoff, & F. Chesnais, *Las Finanzas Capitalistas* Buenos Aires: Herramienta Ediciones. 84-136.

Chesnais F. (2016). *Finance capital today. Corporations and banks in the lasting global slump*. Brill. Boston.

Chesnais, F. (2017). Las dimensiones financieras del impasse del capitalismo. En *sin permiso*. <http://www.sinpermiso.info/textos/las-dimensiones-financieras-del-impasse-del-capitalismo>. Marzo 4 de 2019

Cincera, M., & Ravet, J. (2010). Financing constraints and R&D investments of large corporations in Europe and the US. *Science and Public Policy*, 37(6), 455-466.

Cohen, W. (1995). Empirical studies of innovative activity, in Stoneman, P. (ed.). *Handbook of the economics of innovation and technological change*, Blackwell.

Cohen, W. & Klepper, S. (1996). A reprise of size and R&D. *Economic Journal* 106, 925-951

Cohen, W. & Levin, R., (1989). Empirical studies of innovation and market structure. *Handbook of Industrial Organization*. Edited by Richard Schmalensee and R. Willig. 1059-1107

Corrado, C., Haltiwanger, J. & Sichel, D. (2005). *Introduction to measuring capital in the new economy*. University of Chicago Press. <http://www.nber.org/books/corr05-1>

Cooper, C. (2015). Accounting for the fictitious: a Marxist contribution to understanding accounting's roles in the financial crisis. *Critical Perspectives on Accounting* 30, 63–82

Crotty, J. (1993). Rethinking Marxian investment theory: Keynes-Minsky Instability, competitive regime shifts and coerced investment from the Review of Radical Political Economics. Downloaded from Elgar Online at 06/13/2019 04:42:55PM

Crotty, J. (2003). The neoliberal paradox: the impact of destructive product market competition and impatient finance on nonfinancial corporations in the neoliberal era. Political Economy Research Institute University of Massachusetts-Amherst.

Daiko T., Dernis H., Dosso M., Gkotsis P., Squicciarini M., & Vezzani, A. (2017). *World corporate top R&D investors: industrial property strategies in the digital economy*. A JRC and OECD common report. Luxembourg: Publications Office of the European Union.

David, P., Hall, B. & Toole, A. (2000). Is public R&D a complement or substitute for private R&D? A review of the econometric evidence. *Research Policy*, 29, 497–529.

Davis, L. (2014). The financialization of the nonfinancial corporation in the post-1970 U.S. economy. University of Massachusetts. Doctoral Dissertation. Dissertations and Theses. <https://doi.org/10.7275/5660610.0>

Davis, L. (2017). Financialization and investment: a survey of the empirical literature. *Journal of Economic Surveys* (2017), 31(5), 1332–1358. <https://doi.org/10.1111/joes.12242>

Davis, A. (2018). Defining speculative value in the age of financialized capitalism. *The Sociological Review* 2018, 66(1), 3–19

De Haan, J., Oosterloo, S., & Schoemaker, D. (2012). Functions of the financial system. In *Financial Markets and Institutions: A European Perspective* Cambridge: Cambridge University Press, 3-38. doi:10.1017/CBO9781139198943.004

Deleplace, G. (2017). Ricardo on money. *Routledge Studies in the History of Economics*. Routledge. Oxon

Demir, F. (2009). Financialization and manufacturing firm profitability under uncertainty and macroeconomic volatility: evidence from an emerging market. *Review of development economics*. 13(4), 543-791. <http://doi.org/10.1111/j.1467-9361.2009.00522.x>

Ding, C. & He, X. (2004). K-means clustering via principal component analysis. Computational Research Division, Lawrence Berkeley National Laboratory, Berkeley, CA 94720. Appearing in *Proceedings of the 21 st International Conference on Machine Learning*, Banff, Canada, 2004.

Dixon, A. D. (2014). Variegated capitalism and the firm. *The new geography of capitalism: firms, finance, and society*. Published to Oxford Scholarship Online.

Dore, R. (2008). Financialization of the global economy. *Industrial and Corporate Change*, 17 (6), 1097-1112.

Dosi, G., Revest, V. & Sapio, A. (2016). Financial regimes, financialization patterns and industrial performances: preliminary remarks. Working paper series. Institute of Economics, Scuola Superiore Sant' Anna, Pisa.

Driver, C., & Temple, P. (2012). *The unbalanced economy a policy appraisal*. Palgrave Macmillan.

Drucker, P. (1969). *The age of discontinuity guidelines to our changing society*. William Heinemann Ltd. London.

- Drucker, P. (1993). *Post-Capitalist Society*, Harper Business, New York, NY.
- Dumenil G., Levy, D. (2009). Las finanzas capitalistas: relaciones de producción y relaciones de clase. En S. de Brunhoff, & F. Chesnais, *Las Finanzas Capitalistas*, 205-245. Buenos Aires: Herramienta Ediciones.
- Eichengreen, B. (2001). Capital account liberalization: what do cross-country studies tell Us? *The World Bank Economic Review*, 15(3), 341-365. Retrieved March 13, 2021, from <http://www.jstor.org/stable/3990106>
- Epstein, G. (2005). *Financialization and the world economy*. Edward Elgar. Publishing Limited. Northampton. Massachusetts. USA
- Epstein, G. (2018). On the social efficiency of finance. *Development and change*, 49(2), 330–352. doi:10.1111/dech.12386
- Fahlenbrach, R., Hackbarth, D., & Rocholl, J. et al. (2017). The future of corporate financing in Europe. *Schmalenbach Bus*, 18, 179–180, <https://doi.org/10.1007/s41464-017-0039-6>
- Fama. E. (1970). Efficient capital markets: a review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25 (2). 383-417
- Fama, E. & Jensen, M. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, Vol. XXVI, June 1983.
- Feng, L., Thiengtham, D., & Walker, T. (2013). The effects of cash, debt, and insiders on open market share repurchases. *Journal of Applied Corporate Finance*. Morgan Stanley Publication Winter 2013, 25 (1 A).
- Fernandes, N., Ferreira, M., Matos, P., & Murphy, K. (2013). Are U.S. CEOs paid more? new international evidence. *Review of Financial Studies*, 26, 323–367
- Fine, B. (2014). Financialization from a Marxist Perspective, *International Journal of Political Economy*, 42(4),47-66, doi: 10.2753/IJP0891-1916420403
- Foster, J. (2007). The financialization of capitalism. *Monthly review* 58(11). <http://monthlyreview.org/2007/04/01/the-financialization-of-capitalism>.
- Fried, J. & Wang, C. (2017). Short-termism and capital flows. Working Paper 17-062. Harvard Business School. https://www.hbs.edu/ris/Publication%20Files/17-062_32ee5e61-b73a-4ac9-b095-7920e87c5143.pdf
- Fry, M. (1997). In favour of financial liberalisation. *The Economic Journal*, 107(442), 754-770. Retrieved March 13, 2021, from <http://www.jstor.org/stable/2957800>
- Fumagalli, A. (2011): Twenty theses on contemporary capitalism (Cognitive Biocapitalism). Translated by Sabrina ovan. *Angelaki, journal of the theoretical humanities* 2011 16(3), 7-17. <https://doi.org/10.1080/0969725X.2011.626555>

Gabaix, X., & A. Landier. (2008). Why has CEO pay increased so much? *Quarterly Journal of Economics* 123, 49–100.

Gantman, E. (2005). *Capitalism, social privilege and managerial ideologies*. Ashgate Publishing Limited. England.

García-Quevedo, J. (2004). Do public subsidies complement business R&D? A meta-analysis of the econometric evidence. *Kyklos. International Review for Social Sciences*. 57, (1), 87-102.

Gillan S., Starks L. (2003). Institutional investors, corporate ownership and corporate governance: global perspectives. In: Sun L. (eds) *Ownership and Governance of Enterprises. Studies in Development Economics and Policy*. Palgrave Macmillan, London. doi:10.1057/9781403943903_2

Gilson, R. & Gordon, J. (2013). The agency costs of agency capitalism: activist investors and the revaluation of governance rights. *Columbia Law Review* 113(4), 863–927.

Godin, B. (2006). The knowledge-based economy: conceptual framework or buzzword? *Journal of Technology Transfer*. 31, 17–30

Griliches, Z. (1998). Productivity, R&D, and basic research at the firm level in the 1970s. En *R&D and Productivity: The Econometric Evidence*. 82 – 99. University of Chicago Press.

Grossman, G. & Helpman, E. (1991). Trade, knowledge spillovers, and growth. *European Economic Review*. 35 (2–3), 517-526, doi: 10.1016/0014-2921(91)90153-A.

Gobble, M. (2014). Rethinking intellectual property, *Research Technology Management*, 57(5), 58-63, doi: 10.5437/08956308X5705005

Gruber, J. & Kamin, S. (2017). Corporate buybacks and capital investment: an international perspective. Board of Governors of the Federal Reserve System. *International Finance Discussion Paper Note*.

Grubert, H. (2012). Foreign taxes and the growing share of U.S. multinational company income abroad: profits, not sales, are being globalized, *National Tax Journal*, 65(2), 247-81. <https://doi.org/10.17310/ntj.2012.2.01>

Gullon, G., Larkin, Y., Michaely, R. (2019). Are us industries becoming more concentrated? *Review of Finance*. 23 (4), 697–743, doi: 10.1093/rof/rfz007

Gutiérrez, G., & Philippon, T. (2017). Investment-less growth: an empirical investigation. Working Paper 22897. National Bureau of Economic Research. <http://www.nber.org/papers/w22897>

Guttman, R. (1996). Les mutations du capital financier. En F. Chesnais, *La mondialisation financière: genese, cout et Enjeux*, Paris: Syros.

- Hall, B., & Murphy, K. (2003). The trouble with stock options. *Journal of Economic Perspectives* 17, 49–70.
- Hall, B., & Lerner, J. (2009). The financing of R&D and innovation. Forthcoming 2010 in Hall, B. H. and N. Rosenberg (eds.). *Handbook of the Economics of Innovation*, Elsevier-North Holland.
- Hall, B. (2002). The financing of research and development. *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 18(1), 35-51
- Hall, B & Van Reenen, J. (2000). How effective are fiscal incentives for R&D? A review of the evidence. *Research Policy* 29, 449–469
- Hansen, D. (2018). By tripling its stock buybacks, apple robs workers and the economy. *Forbes* (Aug 1). <https://www.forbes.com/sites/drewhansen/2018/08/01/triple-stock-buybacks-apple-workers-economy/#2b9d61d7808e>
- Harding, M. & Marten, M. (2018). Statutory tax rates on dividends, interest and capital gains: The debt equity bias at the personal level. *OECD Taxation Working Papers* No. 34.
- Haskel, J., & Westlake, S. (2017). Capitalism without capital: the rise of the intangible economy. *Journal of Cultural Economics* 44, 347–350. <https://doi.org/10.1007/s10824-020-09384-2>
- Hatfield, G. (2002). R&D in an EVA world. *Research-Technology Management*, 45 (1), 41-47
- He, J., & Tian, X. (2013). The dark side of analyst coverage: the case of innovation. *Journal of Financial Economics*. 109 (3), 856-878. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.04.001>
- Heilbron, J., Verheul, J., & Quak, S. (2013). The origins and early diffusion of “shareholder value” in the United States. Springer Science+Business Media Dordrecht.
- Hein, E., & Van Treeck, T. (2008). Financialisation in Post-Keynesian models of distribution and growth – a systematic review. Working Paper. Macroeconomic Policy Institute (IMK) at Hans Boeckler Foundation, Duesseldorf, and Carl von Ossietzky University Oldenburg, Germany.
- Hein, E., Detzer, D. & Dodig, N. (2016). *Financialization and the financial and economic crises – country studies*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Hein, E., Dodig, N. & Budyldina, N. (2015). ‘Finance- dominated capitalism, distribution, growth and crisis – long- run tendencies in Hein, D. Detzer & N. Dodig (eds.), *The demise of finance-dominated capitalism - Explaining the financial and economic crises*. Cheltenham: Edward Elgar. 54-108

Hilferding, R. (1910). *Das Finanz Kapital*. Traducción al español de V. Romano García. Editorial Tecnos S.A. 1963. Madrid.

Hilferding, R. (1981). *Finance capital. A study of the latest phase of capitalist development*, in Bottomore, T. (ed.), London, Routledge & Kegan Paul

Hoopes, D., Madsen, T., & Walker, G. (2003). Guest editor's introduction to the special issue: why is there a resource-based view? Toward a theory of competitive heterogeneity. *Strategic Management Journal*, 24(10), 889-902.

Horsch, P., Longoni, P. & Oesch, D. (2020). Intangible capital and leverage. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. doi: 10.1017/S0022109020000071

Huang, S. & Zhang, Z. (2015). How do institutional investors trade when firms buy back their shares?. Research Collection Lee Kong Chian School of Business. http://ink.library.smu.edu.sg/lkcsb_research/3772

Hudson, M. (2020). Giveaway to Wall St – Economist Michael Hudson Explains 21 April 2020. <https://michael-hudson.com/2020/04/another-giveaway/>

Husson, M. (2009). Finanzas, hipercompetencia y reproducción del capital. En S. de Brunhoff, & F. Chesnais, *Las Finanzas Capitalistas* .249-277. Buenos Aires: Herramienta Ediciones.

Jackson, R. (2018). Stock buybacks and corporate cashouts. <https://www.sec.gov/news/speech/speech-jackson-061118>

Jacot, H., & Le Duigou, J. (2001). *Capitalisme patrimonial ou nouveau statut salarial?*, L'Harmattan, Paris.

Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](https://doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)

Jessop, B. (1997). Survey article: the regulation approach. *Journal of Political Philosophy*, 5, 287–326.

Kalecki, M. (1954). *Theory of economic dynamics: an essay on cyclical and long-run changes in capitalist economy*. Routledge. Taylor & Francis Group. London and New York

Kalecki, M. (1962). Observations on the theory of growth. *Economic Journal*, 72 (285) 134–153, <https://doi.org/10.2307/2228620>

Kamien, M. & Schwartz, N. (1982) *Market Structure and Innovation*. Cambridge, England: Cambridge University Press.

Kaufmann, L., & Schneider, Y. (2004). Intangibles: a synthesis of current research. *Journal of Intellectual Capital*, 5 (3), 366-388. <https://doi.org/10.1108/14691930410550354>

Keynes, J. (1936). *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. Traducción Eduardo Hornedo (1943). Fondo de Cultura Económica. México.

Kim, S., & Kim, Y. (2012). Financialization and the slowdown in Korean firms. *R&D Investment, Asian Economic Papers*, 11:3 -35-49.

Klein, M., & olivei, G. (1999), *Capital account liberalisation, financial depth and economic growth*, NBER Working Papers, 7384.

Kliman, A., & Williams, S. (2014). Why financialisation hasn't depressed US productive investment. *Cambridge Journal of Economics* 39, 67–92. <https://doi.org/10.1093/cje/beu033>

Knnot, A., & Vieregger, C. (2015). All hail large firm innovation: reconciling the firm size and innovation debate. Electronic copy available at: <http://ssrn.com/abstract=2588117>

Klimecki, R., & Willmott, H. (2012). De las altas finanzas a la debacle: un relato sobre dos aspirantes a bancos. *Cuadernos de Relaciones*, 30(2), 305-325

Kotz, D. (2015). *The rise and fall of neoliberal capitalism*. Cambridge, Massachusetts; London, England: Harvard University Press. Retrieved from <http://www.jstor.org/stable/j.ctt21pxkf9>

Kotz, D. (2018). The rate of profit, aggregate demand, and the long economic expansion in the U.S. since 2009

Krippner, G. (2005). The financialization of the American economy. *Socio- economic review* 3(2), 173–208. <https://doi.org/10.1093/SER/mwi008>

Lagoarde-Segot, T. (2017). Financialization: towards a new research agenda. *International Review of Financial Analysis*, 51, 113-123. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2016.03.007>

Lapavitsas, C. (2011). Theorizing financialization. *Work, employment and society* 25(4) 611–626. Downloaded from wes.sagepub.com. January 31, 2015

Lapavitsas, C. (2013). The financialization of capitalism: profiting without producing, *City*, 17:6, 792-805, doi: 10.1080/13604813.2013.853865

Lapavitsas, C. (2016). Beneficios sin producción. *Cómo nos explotan las finanzas*. Traducción: Carla Estevan Esteban y Laura de la Villa Alemán *Traficantes de sueños*.

Laperche, B., & Uzunidis, D. (2008). Introduction: how does finance condition innovation trajectories?. En *el powerful finance and innovation trends in a high-risk economy*. Edited by Blandine Laperche and Dimitri U zunidis.

Lavoie, M., & Seccareccia, M. (2001). Minsky's financial fragility hypothesis: a missing macroeconomic link?. Marc Lavoie and Mario Seccareccia – 9781781009758. Downloaded from Elgar Online at 08/10/2020 10:34:21PM

Laverty, K. J. (1996). Economic short-termism: the debate, the unresolved issues, and the implications for management practice and research. *Academy of Management Review*, 21(3): 825-860.

Lazonick, W. (2008). The quest for shareholder value: stock repurchases in the US. *Louvain economic review*, disponible en www.uml.edu/centers/CIC

Lazonick, W., & Mazzucato, M. (2012). The risk-reward nexus innovation, finance and inclusive growth.

Lazonick, W. (2014). Profits without prosperity: how stock buybacks manipulate the market, and leave most Americans worse off. The Academic-Industry Research Network (www.theAIRnet.org) and University of Massachusetts Lowell April 2014. https://www.ineteconomics.org/uploads/papers/LAZONICK_William_Profits-without-Prosperity-20140406.pdf

Lazonick, W. (2017). The functions of the stock market and the fallacies of shareholder value. Institute for New Economic Thinking. Working Paper Series, 58. <http://doi.org/10.2139/ssrn.2993978>

Lei, Z., & Zhang, C. (2016). Leveraged buybacks. *Journal of Corporate Finance* 39. 242–262.

Lev, B. (2001). *Intangibles: management, measurement and reporting*, Washington: The Brookings Institution.

Levine, R. (2001), International financial liberalization and economic growth. *Review of international economics*, 9: 688-702, doi:10.1111/1467-9396.00307.

Levine, R. (2005). Chapter 12 finance and growth: theory and evidence. *Handbook of Economic Growth*, 865–934, doi: 10.1016/s1574-0684(05)01012-9

Lim, S., Lim, M., & Moelle, T. (2020). Intangible assets and capital structure. *Journal of Banking and Finance* 000 (2020) 105873

- Lipton, M. (2015). Some thoughts for boards of directors in 2016. December 9, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation, <https://corpgov.law.harvard.edu/2015/12/09/some-thoughts-for-boards-of-directors-in-2016/>.
- Liqiang, C. (2017). Managerial incentives, R&D investments and cash flows. *Managerial Finance*, 43 (8), 898-913, <https://doi.org/10.1108/MF-01-2017-0010>
- Long, M., & Malitz, L. (1985). Investment patterns and financial leverage. In Benjamin M. Friedman, ed. *Corporate Capital Structures in the United States*. University of Chicago Press.
- Lucarelli, S. (2014). From knowledge based economy to cognitive capitalismo. Introduction en Theoretical Framework on future knowledge based economy. Editors and reviewers: Francesca Bria, Denis Roio. *Decentralised citizens engagement technologies*.
- Lucas, R. (1988). On the mechanics of development planning. *Journal of Monetary Economics* 22. 3-42. North-Holland
- Luetge, C. (2016). *Executive compensation. En order ethics: an ethical framework for the social market economy* Springer International Publishing Switzerland
- Machlup, F. (1962). *The production and distribution of knowledge in the United States*. Princeton: Princeton University Press.
- Medeiros, C. & Trebat, N. (2017). Inequality and income distribution in global value chains, *Journal of Economic* 51(2), 401-408, doi: 10.1080/00213624.2017.1320916
- Mallaby, S. (2010). *More money than God: hedge fund and the making of the new elite*. New York. The Penguin Press.
- Mamica, Ł. (2015). The impact of innovations on investments and economic growth in the thought of Kalecki en Michal Kalecki in the 21st Century. Edited by Jan Toporowski and Lukasz Mamica. Palgrave Macmillan.
- Marazzi C., Fumagalli, A. & Zanini, A. (2002). *La moneta nell'impero*, Ombre Corte, Verona
- Marshall, A. (1920). *Principles of economics: An introductory volume (8th Ed.)*. London: Macmillan. (Original work published 1890)
- Marx, K. (1894). *El Capital tomo III*. Karl Marx, 1863-1883, edited by Friedrich Engels and completed by him eleven years after Marx's death. International Publishers, NY
- Marzenna, A. (2011). Innovation, human capital and trade competitiveness, innovation, Technology, and Knowledge Management, Springer, edition 127, number 978-3-319-02072-3, December.

Mason, J. (2018). The financialization of the nonfinancial corporation. <https://jwmason.org/slackwire/the-financialization-of-the-nonfinancial-corporation/>

Mazzucato, M., & Wray, R. (2015). Financing the capital development of the economy: A Keynes-Schumpeter-Minsky Synthesis. Working Paper No. 837. Levy Economics Institute of Bard College

Milberg, W., & Winkler, D. (2010). Financialisation and the dynamics of offshoring. *Cambridge Journal of Economics* 2010, 34, 275–293. doi:10.1093/cje/bep061

Milberg, W. & Winkler, D. (2013). Outsourcing economics. Global value chains in capitalist development. Cambridge University Press. New York. USA. doi:10.1017/CBO9781139208772

Minsky, H. (1975). The financial instability hypothesis: an interpretation of Keynes and an alternative to "standard theory". Hyman P. Minsky Archive. Paper 38. http://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/38

Minsky, H. (1986). The financial instability hypothesis. Levy Institute, Working Paper 74.

Minsky, H. (1992). Reconstituting the United States financial structure: some fundamental issues. Working Paper 69. Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute of Bard College.

Minsky, Hyman P. (1989). Money manager capitalism. Hyman P. Minsky Archive. 13. https://digitalcommons.bard.edu/hm_archive/13

Minsky, Hyman P. (1996). Uncertainty and the institutional structures of capitalist economies: remarks upon receiving the Veblen-commons award. *Journal of Economic Issues* 30(2): 357-368.

Minsky, Hyman P. & Vaughan, Mark D. (1990). Debt and business cycles. *Business Economics*. 25 (3), 23.

Modigliani, F. & Miller, M. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment, *American Economic Review*, 48, 261–297.

Myers, S. (2001). Capital structure. *Journal of Economic Perspectives* 15 (2), 81–102

Murphy, K. (1999). Executive compensation. In *Handbook of labor economics*, vol. 3, 1st ed, ed. O. Ashenfelter and D. Card, 2485–2563. Amsterdam: Elsevier.

Murphy, K. (2002). Explaining executive compensations: Managerial power versus the perceived cost of stock options. *University of Chicago Law Review* 69: 847–869.

Neef, D. (1998). The effect of knowledge on national economies. In *The Economic Impact of Knowledge*. Butterworth-Heinemann. 1-16. United States.

Nelson, R. R. & Winter, S. G. (1982). *An Evolutionary Theory of Economic Change*. Cambridge, MA: Harvard University Press.

Nelson, R. & Winter, Sidney. (2000) En busca de una teoría útil de la innovación. *Cuadernos de Economía*, XIX (32), Bogotá, 2000, 179-223.

Nelson (1993). *National innovation systems: a comparative analysis*. Oxford University Press.

Nelson, R. (1959). The simple economics of basic scientific research. *The Journal of Political Economy*, 67(3), 297-306

Nordhaus, W. (1969). An economic theory of technological change. *The American Economic Review*, 59 (2). *Papers and Proceedings of the Eighty-first Annual Meeting of the American Economic Association*. (May, 1969), 18-28.

Nooteboom, B. (1994). Innovation and diffusion in small. Firms: theory and evidence. *Small Business Economics* 6: 327- 347

O'Brien, J. (2003). The capital structure implications of pursuing a strategy of innovation. *Strategic Management Journal*, 24(5), 415–431, doi:10.1002/smj.308

OECD (1986) *Trends in the Information economy* OECD Paris

OECD (1996). *The knowledge-based economy. General distribution*. OECD/Gd(96)102

OECD (2015), *Frascati Manual 2015: Guidelines for collecting and reporting data on research and experimental development, the measurement of scientific, technological and innovation activities*, OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/9789264239012-en>. Recuperado en <http://www.oecd.org/sti/inno/Frascati-Manual-2015-Flyer-EN.pdf> Junio 27 de 2018

OECD (2020). *Corporate bond market trends, emerging risks and monetary policy*, OECD Capital Market Series, Paris. Çelik, S., G. Demirtaş and M. Isaksson (2020). www.oecd.org/corporate/Corporate-Bond-Market-Trends-Emerging-Risks-and-Monetary-Policy.htm

OECD- Research and Development Statistics (RDS)

Ogawa, K. (2007). Debt, R&D investment and technological progress: a panel study of Japanese manufacturing firms behavior during the 1990s. *Journal of the Japanese and International Economies*, 21(4), 403–423, doi:10.1016/j.jjie.2007.02.004

Orhangazi, Ö (2007). Financialization and capital accumulation in the Non-Financial Corporate sector: a theoretical and empirical investigation of the U.S. Economy: 1973–2003. Working paper. Political Economic Research Institute. University of Massachusetts Amherst.

Orhangazi, Ö (2008). Financialisation and capital accumulation in the non-financial corporate sector: A theoretical and empirical investigation on the US economy: 1973–2003. *Cambridge Journal of Economics* 2008, 32, 863–886. doi:10.1093/cje/ben009

Orhangazi, Ö. (2018). The role of intangible assets in explaining the investment–profit puzzle, *Cambridge Journal of Economics*, Volume 43, Issue 5, September 2019, Pages 1251–1286, doi:10.1093/cje/bey046

Orsi, F. & Coria, B. (2006). The new role and status of intellectual. Property rights in contemporary capitalism. *Competition & Change*, 10(2), 162–179

O'Sullivan, M. (2006). Finance and innovation, in J. Fagerberg, D. Mowery and R. Nelson (eds), 240-266.

Pagano, U. (2014). The crisis of intellectual monopoly capitalism. *Cambridge Journal of Economics* 2014, 38, 1409–1429

Pagano, U. (2019). Finance, intangibles and the privatization of knowledge. Downloaded from <https://www.cambridge.org/core>

Palley, T. (2007). Financialization: what it is and why it matters. Working paper. Political Economic Research Institute. University of Massachusetts Amherst. https://scholarworks.umass.edu/peri_workingpapers/135/

Palley, T. (2013). Financialization the economics of finance capital domination. Palgrave Macmillan. doi 10.1057/9781137265821

Paulré, Bernard (2000). The la new economy au capitalisme cognitive. *Dans multitudes* 2 (2), 25-42

Penrose, J. (2015). Firm heterogeneity, finance and development: a Kaleckian perspective. *Analysis en Michal Kalecki in the 21st Century*. Edited by Jan Toporowski and Lukasz Mamica. Palgrave Macmillan.

Perry, J. (2009). Goodwill hunting: accounting and the global regulation of economic ideas, Doctoral dissertation, Free University Amsterdam.

- Plehn-Dujowich, J. (2009). Firm size and types of innovation, *Economics of Innovation and New Technology*, 18:3, 205-223, doi: 10.1080/10438590701785850
- Poriat, M., & Rubin, M. (1977). The information economy. Definition and measurement. United States Department of Commerce. Office of Telecommunications Statement of Mission
- Powell, W. & Snellman, K. (2004). The knowledge economy. *Annual Review of Sociology* 30:199–220.
- Powell, J. (2013), *Subordinate financialisation: a study of México and its non-financial corporations* (London: SOAS, University of London)
- PwC - Department for Business, Energy & the Industrial Strategy (2019). Share repurchases, executive pay and investment. BEIS Research Paper Number 2019/011.
- Rabinovich, J. (2019). The financialization of the Non-financial Corporation. A critique to the financial turn of accumulation hypothesis. *Metroeconomica*. 2019; 1–38. doi: 10.1111/meca.12251
- Ricardo D., 1817 (1966). The principles of political economy and taxation, in P.Sraffa (ed.) *The Works and Correspondence*, Volume 1, Cambridge University Press, Cambridge.
- Roe, M., (1990). Political and legal restraints on ownership and control of public companies. *Journal of Financial Economics* 27 (No. 1, Sept.), 7-41.
- Romer, P. (1986). Increasing returns and long run growth. *Journal of Political Economy*, Vol. 94, 3, pp. 1002-1037.
- Romer, P. (1990). Endogenous technological change. *Journal of Political Economy* 98. 71–102.
- Romer, P. (1994). The origins of endogenous growth. *Journal of Economic Perspectives* 8. 3–22.
- Ruesga, S. (2012). La financiarización de las relaciones laborales. En *La financiarización de las relaciones salariales una perspectiva internacional*. Editado por Luis Enrique Alonso y Carlos de Jesús Fernández. Los libros de la catarata. Madrid España.
- Rullani, E. (2000). Le capitalisme cognitif: du déjà vu?. *Multitudes* 2000/2 (n° 2), p. 87-94.
- Sakinç, M. (2017). Share repurchases in Europe a value extraction analysis. Working Paper. ISIG rowth: Innovation-Fuelled Sustainable and Inclusive Growth.
- Sanyal, P. (2004). Intellectual property rights protection and location of R&D by multinational enterprises, *Journal of Intellectual Capital*, Vol. 5 Issue: 1, pp.59-76, <https://doi.org/10.1108/14691930410512923>
- Sato, Y., & Takenaga, S. (2013). *Ricardo on money and finance. A bicentenary Reappraisal*, Abingdon: Routledge.

Sawyer, M. (2014). What is financialization? *International Journal of Political Economy*, 42:4, 5-18, doi: 10.2753/IJP0891-1916420401

Sawyer, J. (2008). Doctrinal roots of short-termism. En *el powerful finance and innovation trends in a high-risk economy*. Edited by Blandine Laperche and Dimitri Uzunidis

Schumpeter, J. (1911). *Teoría del desenvolvimiento económico: una investigación sobre ganancias, capital, crédito, interés y ciclo económico*. Traducción de: *Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung* por Jesús Prados Arrarte. Fondo de Cultura Económica. México. 1944

Schumpeter, J. (1942). *Capitalism, Socialism and Democracy*. Routledge. First published in the UK in 1943.

Schneider, M. (2015). Managerialism versus shareholderism: an examination of hedge fund activism. En *shareholder empowerment a new era in corporate governance*, Edited by Maria Goranova and Lori Verstegen Ryan. Palgrave, Macmillan.

Schwartz, H. (2017). Club goods, intellectual property rights, and profitability in the information economy. *Business and Politics* 19(2), 191–214

Scott, R (2014). Institutional investors, stock repurchases and information asymmetry. *International Journal of Financial Research*, 5 (4)

Serfati, C. (2008). Financial dimensions of transnational corporations. *Global value chains and technological innovations*. *Journal of Innovation Economics* 2(2), 35–61.

Serfati, C. (2011). Transnational Corporations as Financial Groups. *Work Organisation, Labour & Globalisation* 5(1) - 10–38.

Sengupta, J. (2014). *Theory of innovation. A new paradigm of growth*. Springer Cham Heidelberg New York Dordrecht London.

Singh, M., & Faircloth, S. (2005). The impact of corporate debt on long term investment and firm performance. *Applied Economics*, 37(8), 875–883. <http://doi.org/10.1080/00036840500076762>

Smith, K. (2002). What is the knowledge economy. Knowledge intensity and distributed knowledge bases, discussion paper. United Nations University/Institute for New Technologies. Tokyo.

Sobel, R. (1993). *Dangerous dreamers: the financial innovators from Charles Merrill to Michael Milken*, Washington D.C., Beard Books.

Solow, R. (1957). Technical change and the aggregate production function. *The Review of Economics and Statistics*, 39(3), 312-320. doi:10.2307/1926047

- Som, Oliver (2012). *Innovation without R&D heterogeneous innovation patterns of Non-R&D-performing firms in the German manufacturing industry*. Springer Gabler. Springer Fachmedien Wiesbaden
- Stiglitz, J.E. (2016). *New theoretical perspectives on the distribution of income and wealth Among individuals*. In *inequality and growth: patterns and policy*. Editors: Basu, Kaushik, Stiglitz, Joseph E. (Eds.). Palgrave Macmillan. 1-71
- Stockhammer, E. (2009). *The finance-dominated accumulation regime, income distribution and the present crisis*. Working Paper No. 127. Vienna University of Economics & B.A. Department of Economics Working Paper Series
- Stockhammer, E. (2008). *Some stylized facts on the finance-dominated accumulation regime*. *Competition & change*, 12 (2), 184–202
- Stockhammer, E. (2004). *Financialisation and the slowdown of accumulation*. *Cambridge Journal of Economics*, 28, 719–741
- Stout, L. (2012). *The shareholder value myth. How putting shareholders first harms investors, corporations, and the public*. Berrett-Koehler Publishers, Inc. San Francisco, California.
- Sullivan, M. (2000). *Value-driven intellectual capital: how to convert intangible corporate assets into market value*, Wiley, New York.
- Tabb, W. (2010). *Financialization in the contemporary social structure of accumulation*. En T. McDonough, M. Reich and D.M. Kotz (eds), *Contemporary Capitalism and Its Crises: Social Structure of Accumulation Theory for the 21st Century*, Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Tadesse, S. (2004). *The allocation and monitoring role of capital markets: theory and international evidence*. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39(4), 701-730. Retrieved October 5, 2020, from <http://www.jstor.org/stable/30031882>
- Taylor, L. (2010). *Capital, accumulation, and money. An integration of capital, growth, and monetary theory*. Springer New York Dordrecht Heidelberg London
- Thompson, P. & Harley, B. (2012). *Beneath the radar? A critical realist analysis of the knowledge economy and shareholder value as competing discourses*. *Organization Studies*. 33(10). 1363-1381
- Titman, S. & Wessels, R. (1988). *The determinants of capital structure choice*, *Journal of Finance* 43, 1-19
- Tobin, J. (1997). *Comment*, in Pollin R. (ed.), *The Macroeconomics of Savings, Finance and Investment*, University of Michigan Press, Ann Arbor.

Toporowski, J. (2000). *The end of finance, capital market inflation, financial derivatives and pension fund capitalism*. Routledge Frontiers of Political Economy, London and Nueva York.

Toporowski, J. (2006). *Methodology and microeconomics in the early work of Hyman P. Minsky* Working Paper No. 480-November 2006. The Levy Economics Institute Working Paper Collection.

Touraine, A. (1969). *The post-industrial society*. Translated by Leonard F. X. Mayhew. Random House Inc. New York.

Ülgen, Faruk (2019). Innovation dynamics and financialisation: is another regulation possible to re-industrialise the economy? *Journal of Innovation Economics & Management*. 2 (29), 133 -158.

Van der Zwan, N. (2014). Making sense of financialization. *State of Art. Socio-Economic Review* (2014) 12, 99–129

Veblen, T. (1906). The place of science in modern civilization. *The American Journal of Sociology*, 11. 585–609.

Veblen, T. (1908). On the nature of capital: investment, intangible assets, and the pecuniary magnate. *The Quarterly Journal of Economics*, 23 (1).104-136. <https://www.jstor.org/stable/pdf/1883967.pdf>

Vercellone, C. (2013). *Capitalismo cognitivo. Releer la economía del conocimiento desde el antagonismo capital-trabajo*. Traducido del italiano por Ignacio Paz. Texto de la conferencia pronunciada en la Universidad de San Martín Buenos Aires, julio de 2013.

Vercellone, C., Monnier, J.; Lucarelli, S. & Griziotti, G. (2014). *Theoretical Framework on future knowledge based economy*. Editors and reviewers: Francesca Bria, Denis Roio. DCENT. Decentralised Citizens Engagement Technologies

Vicarelli, F. (1984). *Keynes. The instability of capitalism*. London: Palgrave Macmillan.

Wahal, S., & McConnell, J. J. (2000). Do institutional investors exacerbate managerial myopia? *Journal of Corporate Finance*, 6(3), 307-329, doi: 10.1016/s0929-1199(00)00005-5

Ward, C., Van Loon, J., & Wijburg, G. (2018). Neoliberal Europeanisation, variegated financialisation: common but divergent economic trajectories in the Netherlands, United Kingdom and Germany. *Tijdschrift Voor Economische En Sociale Geografie*. doi:10.1111/tesg.12342

Welfens, P. (2008). *Innovations in macroeconomics*. Springer-Verlag Berlin Heidelberg.

Weinstein, O. (2015). La financiarisation de l'entreprise: transformation de la conception de l'entreprise capitaliste et transformation de la classe managériale. Colloque international Recherche y Regulation 2015. En <https://www.eiseverywhere.com/retrieveupload.php?c3VibWlzc2lvbi84NzI0NV83NTYyMzlucGRmKmVzZWxlY3Q=> abril 22 de 2018.

Whalen, C. (2012). Money manger capitalism. In *Handobook of Critical Issues in Finance*, edited by J. Toporowski and J. Michell, 254–262. Cheltenham, MA, USA: Edward Elgar. Journal.

Whalen, C. (2017). Understanding financialization: standing on the shoulders of minsky. *Financial Internet Quarterly „e-Finanse”* 2017, vol.13/ nr 2, s. 45-61

Wooldridge, J. M. (2008). *Econometric analysis of cross section and panel data*, 2nd Edition -MIT press

Wray, R. (2011). Minsky's money manager capitalism and the global financial crisis. Working Paper No. 661. Levy Economics Institute of Bard College.

Wray, R. (2009.). The rise and fall of money manager capitalism: a Minskian approach. *Cambridge Journal of Economics*, 33, pp. 807–828.

WU, J. (2018). Why U.S. Business R&D is not as strong as it appears. Information Technology & Innovation Foundation -ITIF