



Año 5 • no. 9, julio-diciembre de 2016

Fecha de publicación: 30 de mayo de 2017

## Reseña del artículo

### “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure” de Michael C. Jensen y William H. Meckling<sup>1</sup>

(*Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4), pp. 305-360)

## Primera parte

**Alejandro Montoya Mendoza**✉

División de Estudios de Posgrado de la Facultad de Economía,  
Universidad Nacional Autónoma de México (UNAM, México)

✉ Correspondencia: [alejandro.montoya@unam.mx](mailto:alejandro.montoya@unam.mx)

(Recibido: 10/04/2017; Aceptado para publicación: 28/04/2017)

**Cómo citar:** Montoya Mendoza, A. (2016). Reseña del artículo “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure” de Michael C. Jensen y William H. Meckling. *Ciencia Económica*, 5(9), julio-diciembre, pp. 96-108. Disponible en: <<http://www.economia.unam.mx/cienciaeco>>.

**1** Disponible en: <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.94043>>. Publicado también en: Michael C. Jensen, *Foundations of Organizational Strategy*, Cambridge, MA, Harvard University Press, 1998. Reimpreso en: Michael C. Jensen, *A Theory of the Firm: Governance, Residual Claims and Organizational Forms*, Cambridge, MA-Londres, Harvard University Press, 2000.

**E**l artículo de Jensen y Meckling que se reseña libremente a continuación ha sido una referencia obligada de innumerables estudios sobre la visión contractual de la empresa corporativa, encontrándose una multiplicidad de citas suyas en textos y revistas de finanzas, organización industrial y administración de empresas. En particular, la influencia de Michael Jensen ha sido muy destacada en el mundo académico y práctico de la administración empresarial y de las finanzas corporativas, apuntalando el prestigio internacional de que han gozado las instituciones de Harvard por décadas. Aun siendo profesor emérito, Jensen coordina hoy día la sección de Economía en el sitio *web* SSRN que difunde artículos y cuadernos de trabajo de las principales instituciones de administración y finanzas. Ahí puede constatarse el gran número de citas que han tenido sus múltiples trabajos, sea de autoría individual o en coautoría con otros autores reconocidos, tales como Eugene Fama.

Así, puede considerarse que el artículo de Jensen y Meckling ha representado un aporte relevante en la perspectiva del llamado neoinstitucionalismo que parte de la obra pionera de Ronald Coase, y que ha arribado en años recientes a los análisis de la llamada gobernanza corporativa. En esta primera parte de la reseña se sigue la estructura temática del artículo de los autores sin pretender que sea exhaustiva, aunque considerando que se logran sintetizar las tesis principales del mismo, enriqueciéndola con algunas notas adicionales que se benefician de interpretaciones que se han dado al respecto, citándose las fuentes respectivas. La segunda parte abordará el tema de los costos de agencia derivados del financiamiento externo de la empresa.

El propósito de la reseña ha sido el de apoyar la didáctica del curso de Microeconomía II del programa de Maestría de nuestra Facultad, habiendo considerado que su publicación en este espacio puede motivar la lectura del artículo original a los interesados. Cualquier comentario sobre la misma será bienvenido en el correo electrónico: <alejandro.montoya@unam.mx>.

## 1. INTRODUCCIÓN

La multiplicación de las empresas organizadas en forma corporativa consolidó la *separación entre la propiedad de las mismas y los agentes de su gestión y control*, siendo ésta la principal característica de la organización industrial y económica contemporánea. Esta realidad requiere abordar el análisis de la empresa contemporánea conjugando la teoría de la agencia con las referidas a los derechos de propiedad y a las finan-

zas corporativas, arribando así a una teoría global de la estructura de la propiedad empresarial (término más adecuado que el de “estructura del capital”,<sup>2</sup> al involucrar explícitamente los costos de agencia implicados por el financiamiento de las corporaciones mediante emisión de acciones y/o endeudamiento).

La teoría tradicional de la empresa resulta limitada al no contemplar los aspectos contractuales que conllevan la **relación Principal-Agente** y los **derechos de propiedad** de las corporaciones, aspectos evidentemente más complejos que los que caracterizan a las empresas de propiedad individual o de propiedad asociada más simple que la corporativa, no siendo capaz, por tanto, de analizar la repercusión que tiene sobre el valor de las empresas el constituirse como sociedades anónimas o sociedades por acciones, siendo una primera repercusión el que tal valor de la empresa se reduce por los costos de agencia que surgen con esta estructura de propiedad. Por el contrario, un **enfoque gerencial de la empresa** reconoce, en principio, que la relación de agencia que surge por la separación entre propiedad y control es una realidad **contractual** que caracteriza primordialmente a las organizaciones económicas de mayor peso, incluidas las diversas entidades públicas y sociales no estrictamente empresariales o con fines no de lucro.<sup>3</sup> En el caso de las corporaciones, la relación que se establece entre los accionistas (el Principal) y los gerentes (el Agente) conlleva dos aspectos de importancia crucial:

- La posibilidad de que el Agente no garantice el objetivo de los accionistas y acreedores de maximizar la ganancia derivada de su inversión o crédito; esto involucra, pues, un problema de información asimétrica y de gobernanza corporativa.
- La aparición de **costos de agencia** derivados del monitoreo que ha de ejercer el Principal sobre los gerentes a fin de que cumplan con dicho objetivo y de la erogación de incentivos para inducir tal cumplimiento de modo efectivo (*bonding*). En el caso teórico de ausencia de monitoreo y *bonding*, tales costos son equivalentes a las pérdidas residuales que implica la disminución del valor de la empresa al separarse su gestión de la propiedad.

**2** La estructura de capital se refiere en la literatura al aspecto más restringido de la composición de obligaciones financieras de las empresas.

**3** Según los autores, toda forma de cooperación social o económica involucra costos de agencia.

**NOTA 1.** A pesar de la crítica que hacen a la teoría tradicional de la empresa, los autores del artículo no renuncian a suscribir el postulado neoclásico de la **maximización de la ganancia empresarial**, pretendiendo incluso que la crítica de Herbert Simon a dicho postulado —basada en la racionalidad limitada y en objetivos satisficentes, antes que de optimización estricta— debiera interpretarse también como una tesis en favor de la maximización, aunque sujeta, según ellos, a los costos de información y a la toma de decisiones (*cf.* p. 3, n. 3). Sin embargo, al abordar el tema del monitoreo parecen aceptar una noción de suboptimalidad.

Asimismo, llama la atención el hecho de que Jensen y Meckling argumenten al inicio de su artículo que los derechos de propiedad que han de analizar deben ser considerados como “derechos humanos”, con lo cual dan a su interpretación un sesgo ideológico que no repara en la diferenciación social efectiva, clasista, de tales derechos de propiedad (*cf.* p. 4, n. 6). Otro sesgo ideológico de los autores me parece que se expresa en disminuir el argumento de Coase referido al principio de autoridad y dirección que rige en la empresa capitalista, apoyando, por el contrario, el argumento de Alchian y Demsetz en favor del aspecto contractual de las actividades de las empresas, en tanto transacciones voluntarias (*cf.* p.8).  
(Fin de nota, A.M.M.)

Lejos, pues, de ser una caja vacía —como suele entenderla la teoría tradicional— **la empresa es un ente caracterizado por derechos de propiedad**, cuya característica esencial es el de ser *contractuales*; por ello, éste es el marco de referencia con el cual debe ser analizada la corporación contemporánea, partiendo de los aportes previos de autores como Coase, Alchian, Demsetz y Williamson, entre otros. El aspecto contractual de los derechos de propiedad es evidente en la relación de agencia, al consistir en un contrato de delegación entre los accionistas propietarios —y los acreedores, si es el caso— y la gerencia que efectivamente conduce la operación de las empresas corporativas. Por todo lo anterior, el objetivo principal del artículo es “el análisis de los costos de agencia generados por los arreglos contractuales entre los propietarios y la alta gerencia de la corporación” (p. 7).

Ahora bien, estos arreglos contractuales hacen ver que, en realidad, la **empresa corporativa** —al igual que toda otra entidad social y pública— es una “ficción legal” que sirve de nexo normativo a los contratos que establecen múltiples individuos con derechos sobre los activos y los flujos de caja de las organizaciones. Así entendida la corporación, pierde sentido distinguir entre un “interior” y un “exterior” de la empresa, o referir su individualidad o su “responsabilidad social”, pues la empresa es un proceso complejo de relaciones contractuales que involucra a gran número de personas, de tal suerte que su conducta es similar a la conducta

del mercado, *i.e.*, el resultado de un complejo proceso de equilibrio. El aspecto contractual de la empresa corporativa es también evidente en el hecho de que los resultados de su operación cotidiana no concluyen con la fase final de la secuencia producción-venta, pues el agente consumidor bien puede extender la relación contractual con el oferente durante la propia experiencia del consumo del bien o servicio, sea por insatisfacción o por requerir de asistencia técnica ulterior.

## 2. COSTOS DE AGENCIA AL SURGIR ACCIONISTAS EXTERNOS A LA GESTIÓN DIRECTA

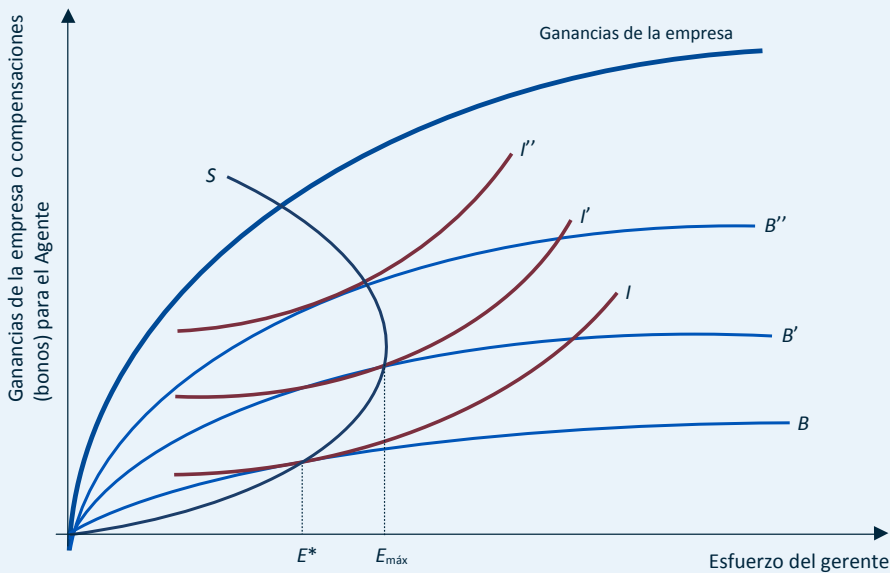
La conducta de una empresa gestionada por un único propietario involucra decisiones de maximización de una utilidad derivada tanto de rendimientos dinerarios como de gratificaciones no monetarias para el empresario, tales como bonos; oficinas de lujo<sup>4</sup>; gastos de consultoría, representación, médicos y de seguros; membresías en clubes exclusivos, primas vacacionales y aviones privados; choferes y seguridad personal; gastos por sus relaciones personales y públicas, etcétera. La combinación óptima de unos y otras puede determinarse con un criterio tipo tasa marginal de sustitución entre el valor unitario de los ingresos monetarios del empresario con el de esas gratificaciones no pecuniarias, que a su vez han de ser equivalentes a la utilidad marginal de su poder de compra o de su riqueza valorada después de impuestos.

Una vez que la propiedad de la empresa deja de ser exclusiva y pasa a constituirse en **corporación**, dicha tasa marginal de sustitución ha de variar por cuanto el propietario original sólo podrá obtener en adelante compensaciones no dinerarias correspondientes al monto proporcional de acciones de la empresa que retenga; más aún, los gastos que podrá realizar —y su propia riqueza— estarán también limitados ahora por los costos de agencia que resultan del monitoreo por parte de los accionistas externos sobre su desempeño, si bien será la evaluación del mercado bursátil sobre el valor de la empresa el que dicte la última palabra. A medida que la posesión relativa de acciones suya decrezca, buscará compensar tales limitaciones obteniendo mayores recursos en el mercado de valores u otras fuentes externas, lo que a su vez incrementará los gastos de los accionistas externos para reforzar el monitoreo sobre su conducta.

4 En revistas de negocios llega a referirse una tendencia, iniciada en los años de 1970, a incrementar el acondicionamiento de las oficinas de los directores generales (*chief executive officers*, CEOs) hasta un valor superior al millón de dólares en años recientes, aún después de la crisis del 2008.

Lo anterior describe uno de los aspectos principales del conflicto que surge de la separación propiedad-gestión de las corporaciones, pero *el mayor conflicto de agencia al respecto tiene que ver con la declinación del espíritu empresarial de la gerencia*, tendiendo a hacerla más adversa al riesgo de nuevos proyectos de inversión. Esta tendencia al conservadurismo y a la burocratización de su capacidad emprendedora reduce evidentemente el valor de la empresa, hecho desfavorable para el interés de los accionistas de maximizar su inversión.<sup>5</sup>

**NOTA 2.** La explicación anterior se asimila a la tradicional curva de oferta de trabajo que presenta un cambio de pendiente en determinado nivel alto de salario real, “doblándose” hacia el eje de las ordenadas. En efecto, según Douglas (1989),<sup>6</sup> se puede representar la curva de esfuerzo del Agente en relación con las ganancias de la empresa del siguiente modo:



- 5 Los textos de finanzas corporativas refieren que este efecto adverso ocurre con seguridad cuando se establece únicamente un sueldo fijo a los gerentes, independientemente de lo elevado de su monto. Por el contrario, cuando se complementa el ingreso de los gerentes con primas por ventas, con la participación en algún porcentaje de las ganancias y/o con algún paquete de opciones para compra preferente de acciones de la propia corporación, se logra neutralizar su adversidad al riesgo en nuevos proyectos de inversión. Tales incentivos buscan reducir los costos de agencia que derivan del monitoreo sobre el gerente, pero conllevan necesariamente otros. Vease, por ejemplo, Brealey y Myers (2003, cap. 12, en especial las pp. 217-220).
- 6 Vease también Zhou (2002).

La gráfica de Douglas muestra una serie de curvas de **isobeneficio** en sus tramos de pendiente positiva (cabe recordar que tales curvas representan *mayor beneficio entre más bajas sean*, es decir, entre más cercanas se encuentren al eje de las abscisas, por tanto,  $B > B' > B''$  al referirse al nivel de ganancias de la empresa o del Principal. Sin embargo, la etiqueta  $B$  representa aquí el nivel del bono o participación del gerente en los beneficios de la empresa que los accionistas establecen a fin de vencer su adversidad al esfuerzo, por tanto, desde el punto de vista del Agente, el nivel del bono que recibe implica  $B < B' < B''$ ).

Contrariamente a la dirección de las curvas de isobeneficio, las **curvas de indiferencia** del gerente ( $I, I', I''$ ) representan mayor nivel de utilidad entre más alejadas se sitúen respecto al eje horizontal, teniendo ellas pendiente positiva —según Douglas— dada la desutilidad marginal creciente que le representa su esfuerzo combinada con la utilidad marginal decreciente de su ingreso. La curva  $S$ , doblada en cierto punto hacia el eje de las ordenadas ( $S$ , por Effort Supply), representa esa adversidad del gerente al **esfuerzo**, entendido como el producto de su tiempo de trabajo por un índice de intensidad del mismo; la curva  $S$  resulta de la unión de puntos de tangencia entre las curvas de indiferencia del Agente y los distintos niveles de bono que el Principal le ofrezca por su labor gerencial.

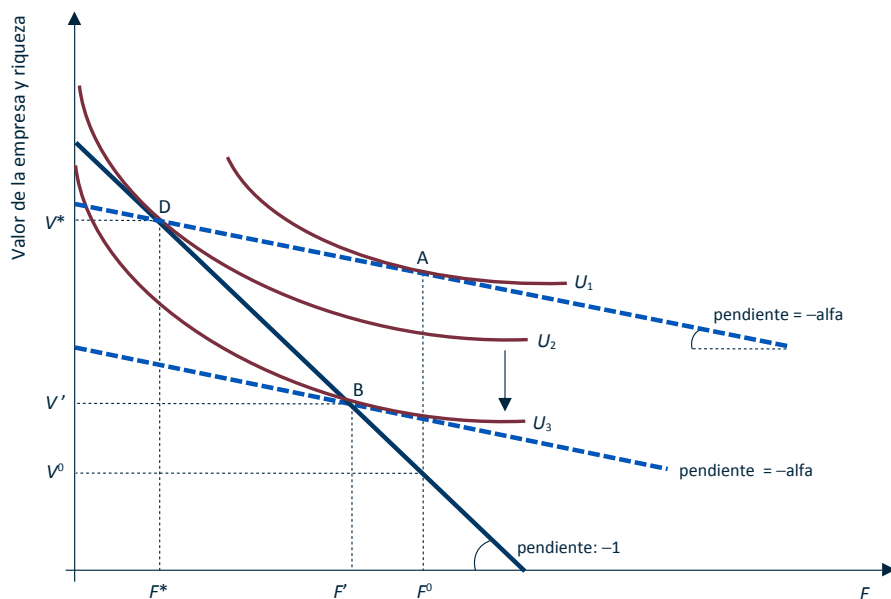
Cabe preguntarse, entonces, si el Principal ofrecería el nivel de bono o incentivo al gerente que corresponda a su máximo esfuerzo ( $E_{max}$  en la gráfica), y sorprendentemente la respuesta es negativa, pues en el ejercicio gráfico se constata que el nivel  $B$  corresponde a una curva de mayor isobeneficio para la empresa que la curva  $B'$ , no obstante que así se determine un esfuerzo  $E^*$  del Agente menor al máximo). Cabe mencionar que en el artículo didáctico de Douglas puede encontrarse, además, un tratamiento gráfico de lo que implica la contratación Agente-Principal en condiciones de incertidumbre y una propuesta analítica del óptimo de Pareto que se establece bajo tales condiciones.

(Fin de la nota, A.M.M.)

Ahora bien, partiendo de una serie de supuestos “permanentes” y “temporales”, enlistados en las páginas 13 y 14 del artículo, —destacando entre los temporales que *en un primer momento del análisis no se consideran los costos por monitoreo*—, los autores ofrecen una formalización matemática y gráfica de sus argumentaciones previas, aunque ampliando su razonamiento relativo a la tasa de sustitución entre los valores de mercado de la empresa y los gastos de la gerencia derivados de sus compensaciones no monetarias. Así, para Jensen y Meckling, el valor de la empresa resulta menor al que supone el caso de propiedad al 100% de su único gestor, explicándose tal reducción de valor por esas compensaciones no dinerarias que otorgan ahora los accionistas de la corporación al gerente (accionistas “externos” en tanto otro de los supuestos provisionales de Jensen y Meckling es que estos carecen de voto,

no incidiendo por tanto en las decisiones estratégicas de la corporación, cuestión ésta de mayor información asimétrica).

Identificando con  $X$  las cantidades de factores y actividades de la empresa de las que el gerente obtiene una utilidad por gratificaciones no monetarias; con  $B$  el beneficio neto de la empresa descontado el sueldo del gerente; con  $V$  el valor de la empresa, y con  $F$  los gastos del gerente, los autores sintetizan en varias ecuaciones y gráficas el *trade-off* entre el valor de la empresa y el de los gastos de la gerencia. Los accionistas esperan obtener una ganancia máxima del empleo de  $X^*$  recursos por encima de los cuales se da ese empleo adicional,  $X > X^*$ , que reporta utilidad al gerente al gastar los incentivos no pecuniarios que se le permiten. Así,  $F = B(X^*) - B(X) > 0$ , es decir, los gastos de gerencia  $F$  son equivalentes a la diferencia entre la ganancia total de la empresa ( $B^*$ ) y la ganancia disminuida por el beneficio no monetario percibido por la gerencia ( $B$ ). Esta pérdida residual representa, pues, los costos de agencia que emergen una vez que se colocan  $(1 - \alpha)$  acciones de la empresa, reteniendo el gerente la fracción  $\alpha$  restante. Pero, ¿quién cargará con tales costos?



En un escenario hipotético, el gerente desearía aumentar el nivel de utilidad que le reportan sus gastos no monetarios por encima del nivel de utilidad que estos tenían cuando era el único propietario (pasando del punto  $D$  sobre  $U_2$  al punto  $A$  sobre  $U_1$  en la gráfica anterior). Sin embargo,

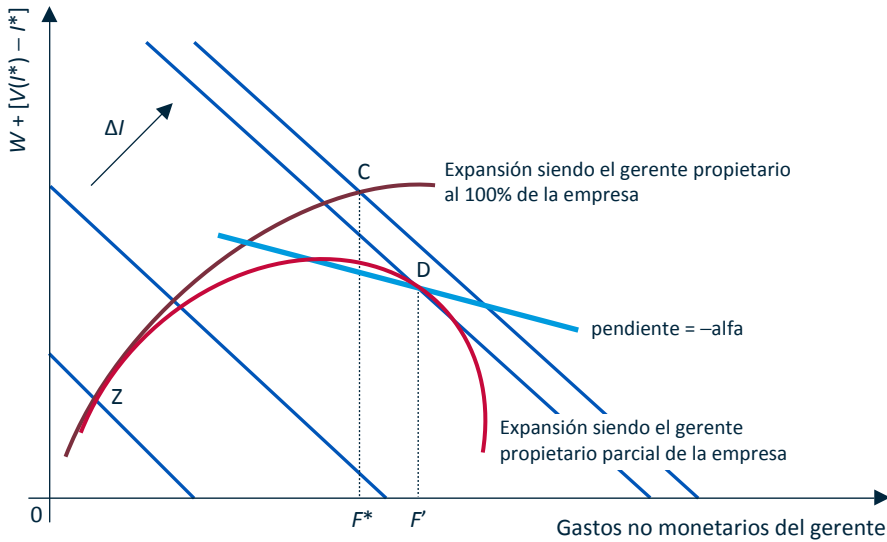


el gerente ha de asumir que su restricción presupuestaria no se determina según la pendiente  $-1$  (definida por 1 dólar de reducción en el valor de la empresa por cada dólar adicional de sus gastos no pecuniarios), sino según la pendiente  $-\alpha$ , esto es, el valor de las acciones que él retiene respecto a cada dólar de sus gastos no monetarios. Y en tanto los accionistas externos exigirán participar en los dividendos de la empresa de acuerdo al valor  $(1 - \alpha)$  de las acciones que han adquirido, cargarán, en consecuencia, los costos de agencia al gerente, disminuyendo su nivel de utilidad de  $U_2$  a  $U_3$ , tangente en B a una recta de presupuesto con la pendiente ajustada a  $-\alpha$ .

La reducción en el nivel de utilidad del gerente no implica arribar a una solución distinta al óptimo de Pareto; el intento hipotético de pasar del punto D al A se trataría de una solución oportunista del gerente que afectaría a los accionistas externos y reduciría el valor de la empresa al pasar de  $V^*$  a  $V^0$ , mientras él aumentaría sus gastos no monetarios desde  $F^*$  hasta  $F^0$ . Por el contrario, asumir el derecho de los accionistas a tener dividendos de acuerdo a su inversión en  $(1 - \alpha)$  del paquete accionario que él ha vendido, implica ajustarse a una nueva restricción presupuestaria que, por lo demás, permite al gerente aumentar sus compensaciones no monetarias hasta el nivel  $F'$ , correspondiente al nuevo valor de la empresa  $V'$ . Este razonamiento es explicado por los autores recurriendo también a la definición de riqueza ( $W$ ) del gerente: él ha recibido un monto de dinero  $S_0$  por las acciones vendidas, el cual se complementa con el valor del capital accionario que ha retenido ( $S_i$ ), determinada esta segunda fracción de valor por el porcentaje  $\alpha V'$ , en tanto  $V'$  es ahora el valor paretiano de la empresa. Así:  $W = S_0 + S_i = (1 - \alpha)V' + \alpha V'(F, \alpha) = V'$ .

### 3. DETERMINACIÓN DEL TAMAÑO ÓPTIMO DE LA EMPRESA

Si la empresa emprende un nuevo proyecto de inversión,  $I$ , su valor de mercado pasará a ser  $W + V(I) - I$ , esto es, el nivel de riqueza  $W$  aumentará en el valor acrecentado por la inversión,  $V(I)$ , restado, obviamente, de la erogación inicial por el proyecto. Si el gerente es capaz de financiarlo todo con recursos propios, la ruta de expansión de la empresa corresponderá a la curva OZC de la siguiente gráfica; por el contrario, en caso de ser financiado mediante emisión de acciones, la ruta de expansión será la curva OZD, doblándose hacia el eje de las abscisas a medida que vaya siendo menor el porcentaje relativo de acciones  $\alpha$  del gerente. La distancia vertical entre los puntos C y D, que marcan los niveles de inversión respectivos, revela los **costos de agencia** que surgen por el financiamiento externo de la inversión.



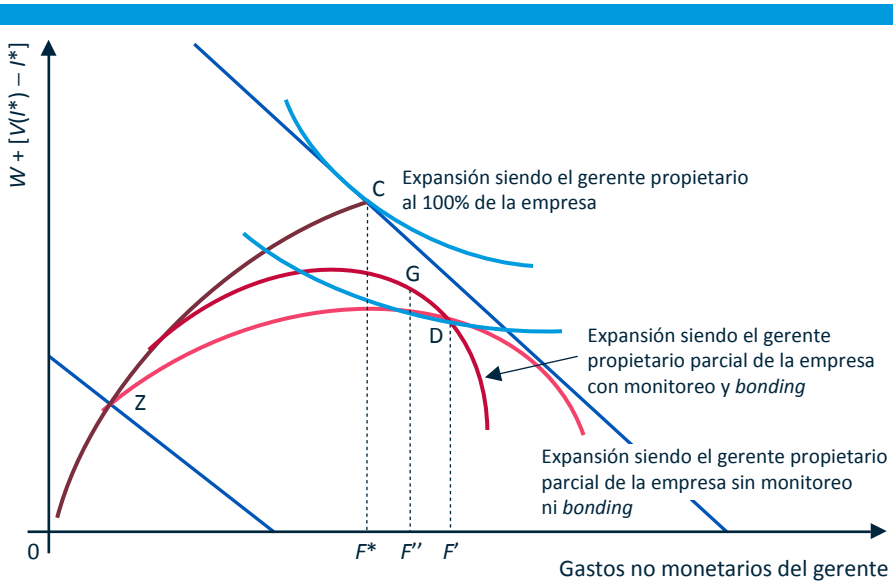
En tanto la inversión sea exitosa (redituable), puede verse que el gerente aumentaría sus gratificaciones no monetarias desde  $F^*$  a  $F'$ , aun cuando el proyecto de inversión que emprenda la corporación sea de un monto menor al que correspondería al punto C. Así, el tamaño óptimo de la empresa se determinaría por el aumento de sus activos correspondiente al punto D, siendo una solución paretiana para los accionistas y el gerente. Y aunque el valor de la empresa se reduce por los costos de agencia, la nueva inversión que se emprenda bien puede compensarlos en tanto  $[V(I) - I] > 0$ ; para los autores, en ese nivel D de inversión de la empresa los costos de agencia resultan ser mínimos.

#### 4. REDUCCIÓN DE COSTOS DE AGENCIA VÍA MONITOREO Y ACUERDOS DE COMPROMISO (*BONDING*)

Levantando el supuesto de no existencia de monitoreo y de acciones contractuales para asegurar la lealtad y eficiencia del gerente, los costos de agencia pueden ser minimizados incurriendo, no obstante, en gastos de control sobre su gestión (auditorías, restricciones presupuestales, etc.).

Con acciones de monitoreo y *bonding* ( $M, b$ ) se recupera el valor de la empresa de D a G, al restringir de  $F'$  a  $F''$  sus gratificaciones no monetarias, dado que  $(\partial F / \partial M) < 0$  y que el *bonding* representa un mayor compromiso del gerente para actuar eficientemente, lo que se asegura por los accionistas al hacerlo suscribir acuerdos específicos de ética corporativa y mediante alguna tercera instancia, externa, de auditoría. Sin

embargo, la restricción de sus gastos no pecuniarios no aleja la relación Agente-Principal de una situación paretiana, por cuanto permite al gerente alcanzar un mayor nivel de utilidad (curva de indiferencia más alta en **G** que en **D**), pues la recuperación del valor de la empresa respecto a su nivel en **D** también lo beneficia en su participación de las ganancias. Pero, además, los costos de agencia se minimizan en tanto la distancia vertical **G-D** es menor a la de **C-D**.



En esta situación de equilibrio, que determina también la escala de operación y el nivel de inversión de la empresa, Jensen y Meckling aceptan una *desviación del óptimo de eficiencia*. No se ha trazado en la gráfica anterior la diagonal (en azul) que representa el nivel de inversión tangente al punto **G** (tampoco la que corresponde al nivel **D** como en la gráfica anterior), pero es obvio que es menor al nivel representado en **C** sobre la ruta de expansión correspondiente a la empresa 100% propiedad del gerente. El alejamiento relativo del ideal maximizador se debe precisamente a los costos de agencia implicados por el monitoreo y por el *bonding*, pero también a que las capacidades de los gerentes que pueden encontrarse en el mercado son diferenciadas y de difícil sustitución —un mercado imperfecto—, lo que limita también el derecho de los accionistas para despedirlos y contratar a algún otro.<sup>7</sup> A final de cuentas, los accionistas

<sup>7</sup> Existe la referencia a que el conocido profesor Nicholas Gregory Mankiw respondiera al cuestionamiento de por qué no parece valer para los CEO el principio neoclásico de ser

pueden llegar a la solución más drástica ante costos de agencia difíciles de sobrellevar en un escenario de rentabilidad fallida de la empresa: venderla.

## 5. ALGUNAS CUESTIONES PENDIENTES CON RELACIÓN A LA EXISTENCIA DE LAS CORPORACIONES

En este apartado los autores reflexionan sobre la estructura de propiedad más relevante en el mundo contemporáneo, expresando un pensamiento que profundizan, en conjunto o individualmente, en otras lecturas, tales como *The nature of man* (Jensen y Meckling, 1994) o *Self interest, altruism, incentives, and agency theory* (Jensen, 1994). Se preguntan los autores por qué se difundió tanto la forma corporativa de la propiedad empresarial en Estados Unidos y en gran parte del mundo a pesar de todo lo que conllevan los costos de agencia. Refieren que la figura de *responsabilidad limitada* que caracteriza a ésta forma de propiedad suele utilizarse como razón principal o casi exclusiva de ello en la literatura, pero no consideran aún suficiente el argumento. El hecho de que los accionistas no asumen responsabilidad ante las obligaciones deudoras y ante la eventual insolvencia de la empresa con sus acreedores, no los exenta de afectación ante el endeudamiento excesivo y el riesgo de quiebra. La responsabilidad limitada es, en todo caso, una condición necesaria para explicar la razón de existir de la corporación, pero deja abierta aún la cuestión de por qué ha de recurrir ésta a las modalidades actuales, tan diversas, de financiamiento externo.

Por otra parte, los autores abordan críticamente el teorema de Modigliani y Miller (1958), que sostenía la irrelevancia de la composición específica de financiamiento de las empresas para su desempeño, así como la posterior explicación de esos autores y de Fama (1970) y Fama y Miller (1972) en cuanto al modo en que son capitalizados los subsidios fiscales a los pagos de intereses para sostener un refinanciamiento de su ulterior posición deudora. En contra de estas argumentaciones, para Jensen y Meckling la existencia de los costos de agencia; la tenencia accionaria interna-externa; el tipo y nivel de endeudamiento, y el riesgo de quiebra, son factores que sí alteran la estructura financiera de las corporaciones y que no hacen indiferente su composición específica (acciones, bonos, deuda, etc.) en cuanto al desempeño y a la viabilidad de su crecimiento.

---

pagado el trabajo de acuerdo a la productividad marginal correspondiente, al gozar de altísimos sueldos por encima, al menos, de una decena de millones de dólares, sin contar todas sus gratificaciones (o *perks*). Según Mankiw, el valor del trabajo calificado y el talento de los CEO es mucho muy elevado, sosteniéndose a su parecer tal principio.

Para ellos, la distribución de probabilidades de los flujos de efectivo futuros no resulta ser independiente de la estructura de propiedad o de capital de las corporaciones.<sup>8</sup> Y, precisamente, por considerar que el tema de la deuda se había descuidado en la literatura en su relación con los costos de agencia, pasan a abordarlo con detalle.

## Fin de la primera parte

## REFERENCIAS

### Del artículo original

- Fama, E.F. (1970). *Efficient capital markets: A review of theory and empirical works*. *The Journal of Finance*, 25(2), pp. 383-417.
- Fama, E. y Miller, M. (1972). Ordinal and measurable utility. En: M.C. Jensen. *Studies in the Theory of Capital Markets*. Nueva York: Praeger.
- Modigliani, F. y Miller, M.H. (1958). *The costs of capital, corporate finance, and the theory of investment*. *American Economic Review*, 48(3), pp. 261-297.

### De la reseña

- Brealey, R. y Myers, S. (2003). *Principios de finanzas corporativas*. 7a edición. Madrid: McGraw-Hill/Interamericana de España, S.A.U.
- Douglas, E.J. (1989). *The simple analytics of the Principal-Agent incentive contract*. *The Journal of Economic Education*, 20(1), pp. 39-51.
- Jensen, M.C. (1994). *Self interest, altruism, incentives, and agency theory*. *Journal of Applied Corporate Finance*, 7(2), pp. 40-45.
- Jensen, M.C. y Meckling, W.H. (1994). *The nature of man*. *Journal of Applied Corporate Finance*, 7(2), pp. 4-19.
- Zhou, X. (2002). *A graphical approach to the standard Principal-Agent model*. *The Journal of Economic Education*, 33(3), pp. 265-276.

---

8 Considero que las crisis financieras y las tendencias globales de financiarización de las décadas recientes han dado mayor razón a Jensen y Meckling, no obstante que sus argumentos analíticos y sus referencias empíricas se mantuvieran distantes de una perspectiva *à la* Minsky, más apta en realidad para explicarlas.