

Oliver D. Hart
Firms, contracts and financial structure

Oxford, Clarendon Press, 1995

VALENTÍN AZOFRA
Universidad de Valladolid

Fue a principios de los años setenta cuando entre los economistas comenzó a fraguar la idea de que era preciso superar el paradigma neoclásico, y en particular la hipótesis de mercados anónimos y decisiones impersonales, para explicar una serie de fenómenos excluidos del análisis económico convencional como la empresa, reducida a la mera categoría de “caja negra”. Hasta entonces –y excepción hecha de algunos heterodoxos– los economistas habían renunciado a analizar el interior de esa caja negra, fascinados quizás por la belleza formal del modelo neoclásico.

Llegado era el momento de que los economistas se reencontrasen con la empresa, no sin “cierto sentimiento de bochorno”, como apostilla Putterman (1994, pág. 39), luego de haberla desdibujado en la oscuridad de los refinamientos de la teoría neoclásica. Desde entonces, la nueva economía institucional y –de la mano– el denominado enfoque contractual no han dejado de adquirir protagonismo dentro del análisis económico. Y también desde entonces las contribuciones de Oliver Hart, primero en el MIT y luego en Harvard, comenzaron a convertirse en referencia obligada para entender la naturaleza económica de la empresa.

En “Firms, contracts and financial structure”, el “pequeño gran libro” que glosan estas líneas, el profesor Hart nos propone “reflexionar sobre las empresas y otros tipos de instituciones económicas” (pág. 1) desde el enfoque de los derechos de propiedad o de la contratación incompleta. En esta corriente del pensamiento económico encuentra Hart los fundamentos para el desarrollo de una teoría de la empresa con la que poder explicar sus límites (tamaño eficiente), su organización interna (forma eficiente) y su estructura financiera (propiedad y control).

Para entender la empresa, finalidad a la que se dedica toda la primera parte del libro, no basta con entender por qué son relevantes los derechos de propiedad, es preciso entender, además –subraya Hart–, que la propiedad es fuente de poder cuando los contratos son incompletos: “la posesión de los derechos residuales de control es la cuestión central en la definición de propiedad... frente a la más usual que enfatiza el derecho residual del propietario sobre la renta del activo, olvidando los derechos residuales de control que incorpora la propiedad” (pág. 30). O, dicho de otra manera, en un mundo con costes de contratación, el poder o los derechos residuales de control sobre los usos de un activo no especificados en contrato hacen relevante la propiedad del activo en cuestión, puesto que es el propietario quien tiene el derecho sobre los usos no previstos.

Dos argumentos, pues, contratación incompleta y poder de decisión o derecho de control, ausentes de la teoría neoclásica, pero inexcusables a la hora de entender y explicar las instituciones económicas. Parafraseando a Ronald Coase, la respuesta de Hart a la pregunta de por qué existen empresas bien podría expresarse en los términos siguientes: las empresas surgen cuando los individuos no pueden suscribir contratos satisfactorios (completos) y cuando, por mor de lo anterior, la asignación *ex-post* del poder (derechos de decisión y control) es relevante.

Como argumento explicativo de la empresa, el fenómeno de la contratación incompleta no deja de ser una categoría especial del problema de agencia, o, si se prefiere, una manifestación del problema de racionalidad limitada. Dicho de otra manera, cuando la negociación es costosa las partes suscriben contratos incompletos que posteriormente habrá que revisar y/o negociar, lo que, a su vez, impone también costes *ex-ante* (información asimétrica entre las partes) y costes *ex-post* (proceso de renegociación). Hart se distancia, sin embargo, tanto del enfoque normativo de la agencia (teoría principal-agente) como del análisis de los costes de transacción a los que, aún reconociendo su preocupación por la “incompletitud” de los contratos y los incentivos, reprocha su desinterés por la idea de que el poder es importante y que los acuerdos institucionales son diseñados para asignar el poder entre los agentes. A partir de esta crítica, Hart argumenta que el poder es un recurso escaso que debe asignarse eficientemente entre las distintas partes que intervienen en una transacción y que es esta cuestión la que determina la internalización o no de las transacciones y, consiguientemente, los límites de la empresa.

La teoría de la empresa que el profesor Hart nos presenta en la primera parte de “Firms, contracts and financial structure” tiene su origen en varios de sus trabajos anteriores, algunos de ellos en colaboración –principalmente Grossman y Hart (1986), Hart (1989) y Hart y Moore (1990)–, que, cual fragmentos de una misma composición, son ahora integrados dentro de un cuerpo teórico homogéneo. Con estos mimbres el autor desarrolla un modelo formal sobre los costes y beneficios de la integración cuyas implicaciones teóricas parecen corresponderse con muchas de las soluciones organizativas observadas en el mundo actual de la empresa. Entre esas implicaciones, tildadas por Hart de “sencillas cosas que la teoría nos enseña sobre el mundo” (pág. 49), sobresale la constatación de que algunos activos no humanos son significativos en la relación económica y que, *ceteris paribus*, cuanto más influya una decisión de inversión sobre el valor de esos activos tanto más probable será que la propiedad de los mismos sea de quien tiene que tomar la decisión. Dichos activos, tanto si son tangibles (edificios, maquinaria, inventarios...) como intangibles (patentes, marcas, reputación...), constituyen el “engrudo” que proporciona cohesión a la empresa.

En consonancia con lo anterior, cabría entonces pensar que la integración aumenta los incentivos de la empresa adquirente para efectuar inversiones específicas a la relación, ya que cuanto mayores sean sus derechos residuales de control mayor será también la fracción del valor *ex post* creado por las inversiones que recibirá la empresa adquirente. Los beneficios de la integración así resultantes se verían compensados por los costes asociados a los menores incentivos de la empresa adquirida para realizar inversiones específicas a la relación. Se explica, pues, que sean las fusiones de empresas con activos muy complementarios las que producen un valor incremental, mientras que son las fusiones de empresas con activos independientes las que reducen el valor.

Un segundo hecho estilizado consistente con la anterior implicación es el atinente a la propiedad o derechos de control tan poco significativos que mantienen en la organización los empleados de los niveles más bajos. A la luz del modelo, esta percepción obedecería a la necesidad de asignar los derechos de propiedad, un recurso siempre escaso, entre aquellos partícipes en la organización cuyas acciones tienen un mayor efecto sobre el valor de la empresa –a fin de motivar su comportamiento– y no entre aquellos otros que realizan tareas más rutinarias. No obstante, buena parte de los cambios más recinamente observados en las estructuras organizativas de las empresas bien pudieran venir explicados por el hecho de que, debido a los avances registrados en la tecnología de la información, muchos agentes inicialmente adscritos a tareas rutinarias también hoy tienen que tomar decisiones correctas sobre la base del creciente flujo de información puesto a su disposición, haciéndose necesario por tanto motivar e incentivar su comportamiento. El desarrollo de la tecnología de la información puede interpretarse además, según Hart, como una de las razones explicativas de la tendencia actual hacia la desintegración, pues a medida que aumenta la flexibilidad tecnológica disminuye la complementariedad de los activos empresariales y se diluyen los incentivos para la integración. A mayor abundamiento, podría pensarse incluso que las aplicaciones de la tecnología de la información están contribuyendo a reducir los costes de la contratación a largo plazo y a favorecer, por ende, la desintegración empresarial. A este respecto, sin embargo, la única implicación que puede derivarse del modelo de Hart es la no existencia de una simple relación monotónica entre costes de transacción e integración.

Otras cuestiones no tratadas formalmente pero inherentes a la esencia misma de la organización son las relativas a la naturaleza de la autoridad, los incentivos de los trabajadores, la delegación de autoridad, la importancia de la reputación, la inversión en activos físicos y la diseminación del conocimiento dentro de las empresas. Con el análisis de estas cuestiones (cap. 3), Hart consigue enriquecer la estereotipada teoría presentada en las páginas anteriores (cap. 2) de su libro.

El control sobre los activos específicos a la relación entre las partes define la autoridad dentro de la empresa, ya que, como subraya Hart, “el control sobre estos activos conduce al control sobre los activos humanos” (pág. 58). Por esta razón, las empresas que no cuentan con activos –tangibles o intangibles– significativos en su ensamblaje son organizaciones frágiles e inestables, permanentemente sujetas a riesgos de ruptura y desaparición. Hart nos ofrece, pues, una explicación de la autoridad acorde con el enfoque de los derechos de propiedad, indisociable de su consideración como parte de un contrato implícito, y en disputa con la idea de que el origen de la autoridad se encuentra en la información. Esta concepción de la autoridad permite distinguir entre autoridad real y autoridad formal, al igual que en la literatura sobre el comportamiento organizativo, y –lo que es más importante– entender la delegación de autoridad como una delegación de derechos residuales de control o, incluso, como una forma intermedia de autoridad entre la ausencia de control y el control total o no compartido. Más aún, el hecho de que los derechos residuales de control no sean divisibles, a diferencia de los de renta, proporciona un sólido argumento para explicar por qué ambos tipos de derechos no suelen estar separados.

Con respecto a la motivación de los trabajadores, Hart sostiene que los cambios en la propiedad no sólo influyen sobre los incentivos de la dirección, como se desprende de su modelo formal, sino también sobre los incentivos de los trabajadores, y que los sistemas de incentivos son tanto más eficaces cuanto mayor es la concentra-

ción de la propiedad en manos de aquellos con capital humano relevante. Al hilo de estas consideraciones, el profesor Hart admite que la reputación es otra de las cuestiones no dilucidadas en su modelo a pesar de que muchos comportamientos motivados por el oportunismo bien pudieran verse resueltos gracias a los acuerdos de cooperación que la reputación impone a las partes. Similarmente, la integración de actividades dentro de la empresa debiera solventar muchos de los problemas de información asimétrica o diseminada, puesto que cambia los incentivos de las partes para revelar información y cooperar más activamente.

La segunda parte del libro hace honor al título en toda su “completitud” (*Firms, contracts and financial structure*) abordando sin solución de continuidad respecto a la primera parte de esta “pequeña gran obra” el tercero de sus términos (*financial structure*). Para ello, Hart vuelve su mirada hacia la teoría financiera de la agencia, dispuesto a encontrar respuestas a uno de los enigmas más persistentes en las finanzas corporativas: el *puzzle* de la estructura de capital. De esta guisa, como señala Patrick Bolton en la contraportada del texto, Oliver Hart “nos proporciona la primera teoría unificada de la propiedad y estructura financiera de la empresa”, algo que “indudablemente convertirá a este libro en un clásico”.

En esta segunda parte, el autor generaliza el modelo de contratos incompletos antes desarrollado para analizar las decisiones financieras de la empresa. La implicación más importante del modelo originario era que cuando un agente dispone de capital humano crucial para la utilización de un activo o tiene que tomar decisiones de inversión que afectarán a su valor futuro de manera importante, el agente debiera convertirse en propietario del activo. El modelo se amplía ahora para analizar el caso del agente o empresario que ha de endeudarse para poder comprar el activo debido a que su presupuesto de capital es limitado. Se plantea así un nuevo problema de agencia, pues, en la situación referida, el agente pudiera comportarse oportunistamente privando al inversor de obtener la rentabilidad que le corresponde. Los problemas de incumplimiento contractual (*hold-up*) y de inversiones específicas a la relación se relegan a un segundo plano y, en su lugar, cobra fuerza la idea que guía el análisis: un agente puede obtener beneficios privados por mor de administrar u operar un activo aún cuando no sea el propietario del mismo, es decir, aun en el caso de que no disponga de los recursos necesarios para adquirir el activo.

El modelo de deuda con el que Hart formaliza el análisis de este problema de agencia (cap. 5) encuentra su inspiración en el modelo de contratación financiera de Aghion y Golton (1992), un modelo de equilibrio parcial de mercado con un único inversor que, según Hart, explica las transferencias de control desde una de las partes a la otra en determinados estados de la naturaleza, pero no así las razones por las que las empresas contratan deuda, razones que, desde el enfoque de los derechos de propiedad, vendrían dadas por el papel que juega la deuda como mecanismo disciplinario de la conducta del agente cuando los derechos de propiedad y decisión no están separados. Hart se apoya en dos de sus modelizaciones anteriores –Hart y Moore (1989) y Hart y Moore (1994)– para analizar la estructura temporal de la deuda en relación con la naturaleza, duración, período de generación de resultados y garantías subsidiarias de las inversiones a financiar. El análisis demuestra que los desfases que se producen entre la duración de los activos y el período de tiempo durante el que generan beneficios, por una parte, y los plazos de vencimiento de la deuda, por otra, constituyen el factor que mayores riesgos entraña de comportamiento oportunista por parte del agente. En prevención de este tipo de conductas, el inversor o los inversores financiarán

sólo aquellos proyectos de inversión cuyo valor residual, garantías subsidiarias incluidas, asegure en todo momento el valor de la deuda en circulación.

El problema de riesgo moral descrito se acentúa cuando el capital de la empresa se encuentra distribuido entre muchos accionistas y, como consecuencia, la propiedad y el control están separados. En tales circunstancias, la supervisión del comportamiento de los managers se convierte en un bien público y los pequeños accionistas, por un problema de *free-rider*, carecen de incentivos para ejercer tareas de supervisión. Es el caso de las grandes sociedades por acciones, que Hart analiza apoyándose de nuevo en dos de sus modelizaciones previas –Hart (1993) y Hart y More (1995)– y también en algunas conocidas contribuciones a la teoría de la estructura de capital como las de Myers (1977), Myers y Machlup (1984), Jensen (1986), etcétera.

Con estos materiales Hart construye dos modelos de análisis (cap. 6) referidos a la deuda a corto y a largo plazo, respectivamente, y que, una vez integrados, permiten explicar una serie de hechos estilizados en la literatura empírica sobre la estructura de capital de la empresa, cuales son que: a mayor rentabilidad menor endeudamiento, a mayor estabilidad de los *cash-flows* o mayor proporción de activos tangibles mayor recurso al endeudamiento, reacción negativa del mercado ante las ampliaciones de capital y ante las permutas de deuda por acciones, y positiva cuando se permuta capital propio por capital ajeno. Estas observaciones no deben entenderse, sin embargo, como implicaciones directas del modelo, pues, dado su carácter *ad-hoc*, bajo determinadas hipótesis las predicciones del modelo pudieran ser incluso las contrarias. Pese a esta latente ambigüedad, el análisis de Hart nos permite entender el importante papel que juega la deuda a la hora de disciplinar el comportamiento discrecional de los directivos, reduciendo el *free cash flow*, desincentivando las políticas subópticas de inversión y restringiendo el consumo de *perquisites*.

Se evidencia así la necesidad de tener en cuenta los problemas de riesgo moral a la hora de explicar las decisiones financieras de la empresa, pues, si bien los impuestos, la información asimétrica y los mercados incompletos son factores de indudable influencia en la elección de la estructura de capital, sólo el enfoque de la agencia permite entender por qué las empresas emiten deuda a largo plazo y por qué la insolvencia financiera comporta una penalización en forma de quiebra o reorganización. En suma, concluye Hart, aunque el enfoque de la agencia no explique toda la historia, explica algunos fenómenos que otras teorías no pueden explicar y es, por ello, elemento esencial para la teoría de la estructura de capital.

El profesor Hart reconoce, sin embargo, que su modelo de deuda no hace justicia a los modelos de información asimétrica ni a los modelos que relacionan el endeudamiento con la estrategia de la empresa en los mercados de factores y productos, y algo más importante también: que su análisis no proporciona una respuesta satisfactoria a la pregunta de por qué las empresas reparten dividendos.

Aprovechando la espita abierta por el autor con su autocritica, mucho más injusto es, a mi juicio, que consiente o inconscientemente Hart ignore o cite tan sólo a pie de página algunas de las más relevantes contribuciones a la teoría de la estructura de capital. Su escasa o nula apelación a la formalización no es razón suficiente para subestimar el enfoque de la teoría positiva o financiera de la agencia, y en particular aquellas referencias primigenias que mejor nos permiten entender las relaciones causa-efecto analizadas. Es ésta la crítica más áspera que puede dirigirse al libro del profesor Hart, pues, como dice uno de sus colegas en Harvard, las guerras intelectuales sólo sirven para frenar el progreso.

Pero, posiciones y tomas de partido al margen, este “pequeño gran libro” está llamado a ocupar un lugar de privilegio en ese estante de la librería que tenemos reservado a la teoría económica de la empresa.



REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- Aghion, P. y Bolton, P. (1992): “An ‘Incomplete Contracts’ Approach to Financial Contracting”, *Review of Economic Studies*, 59, págs. 473-494.
- Grossman, S. y Hart, O. (1982): “Corporate Financial Structure and Managerial Incentives”, en J.J. McCall (ed.), *The Economics of Information and Uncertainty*, Chicago, University of Chicago Press, págs. 107-140.
- Hart, O. (1989): “An Economist’s Perspective on the Theory of the Firm”, *Colombia Law Review*, 89, págs. 1.757-1.774.
- Hart, O. (1993): “Theories of Optimal Capital Structure. A Managerial Discretion Perspective”, en M. Blair (ed.), *The Deal Decade: What Takeover and Leveraged Buyouts Mean for Corporate Governance*, Washington, Brookings Institution.
- Hart, O. y Moore, J. (1989): “Default and Renegotiation: A Dynamic Model of Debt”, *MIT Working Paper*, n.º 520.
- Hart, O. y Moore, J. (1990): “Property Rights and the Nature of the Firm”, *Journal of Political Economy*, 98, págs. 1.119-1.158.
- Hart, O. y Moore, J. (1994): “A theory of Debt Based on the Inalienability of Human Capital”. *Quarterly Journal of Economics*, 109, págs. 841-879.
- Hart, O. y Moore, J. (1995): “Debt and Seniority: An Analysis of the Role of Hard Claims in Constraining Management”, *American Economic Review*, 85, págs. 567-585.
- Jensen, M. (1986): “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers”, *American Economic Review*, 76, págs. 323-329.
- Myers, S. (1977): “Determinants of Corporate Borrowing”, *Journal of Financial Economics*, 5, págs. 147-175.
- Myers, S. y Majluf, N. (1984): “Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have”, *Journal of Financial Economics*, 13, págs. 187-221.
- Puterman, L. (ed.): *La naturaleza económica de la empresa*, Alianza Editorial, Madrid, 1994.