

Los efectos de la inmersión (*embeddedness*) organizativa y política sobre los actos financieros ilícitos en las corporaciones más grandes de los Estados Unidos: dependencia, incentivos y oportunidades

The Effects of Organizational and Political Embeddedness on Financial Malfeasance in the Largest U.S. Corporations: Dependence, Incentives and Opportunities

Harland Prechel
Texas A&M University

Theresa Morris
Trinity College

Resumen

Este artículo examina las causas de los actos financieros ilícitos en las corporaciones más grandes de los Estados Unidos entre 1995 y 2004. Los resultados avalan la teoría de la estructura organizativo-política, que plantea que las estructuras sociales diferenciales crean dependencias, incentivos y oportunidades que permiten involucrarse en actos financieros ilícitos. El análisis histórico muestra que las políticas neoliberales implementadas entre 1986 y 2000 generaron estructuras organizativas y políticas que permitieron que los gerentes participaran en actos financieros ilícitos. Nuestro análisis cuantitativo presenta tres resultados principales. Primero, cuando el capital depende de los inversores se crean incentivos para participar en actos financieros ilícitos. Segundo, las estrategias gerenciales para aumentar el valor de los accionistas crean incentivos para participar en actos financieros ilícitos. Tercero, el hecho de que las corporaciones tengan subsidiarias de estratos múltiples y una estructura política que permite las contribuciones corporativas de los Comités de Acción Política (PAC, según sus siglas en inglés) crea oportunidades para participar en actos financieros ilícitos. Estos resultados tienen implicaciones importantes en el diseño de las políticas públicas. Las estructuras corporativas y estatales aprobadas en los últimos años del siglo XX fueron el resultado de una estrategia política sistemática de largo plazo y con amplios recursos, que otorgó a los cargos gerenciales un poder sin precedentes, autonomía y la oportunidad de participar en actos financieros ilícitos.

Texto

En 2001, la crisis financiera y el colapso de Enron Corp. y otras empresas, entre las que se encontraban Adelphia, Tyco y WorldCom, mostraron claramente el impacto público de las decisiones que toman los gerentes de las corporaciones. Se perdieron miles de empleos y millones de dólares en fondos de retiro de los empleados y en valores de los accionistas. Aunque muchos directivos de las corporaciones y funcionarios del gobierno atribuyeron esta crisis a características individuales, como la codicia, no se explicó suficientemente por qué los inversores y los organismos reguladores tuvieron tan poco conocimiento acerca de la situación financiera de las corporaciones. Más aún, a pesar de los efectos de la crisis financiera sobre las clases trabajadora y media y del énfasis puesto en los últimos años en la sociología pública (Burawoy 2004), existe poca investigación sociológica sistemática sobre las causas sociales estructurales subyacentes de la crisis financiera en las corporaciones de los Estados Unidos.

Nuestra investigación trasciende las explicaciones que atribuyen el engaño de las finanzas corporativas a características individuales, ya que estudia cómo las estructuras organizativas y políticas en las que estaban insertos los gerentes crean dependencias, incentivos y oportunidades para falsear los balances de las corporaciones. Para instrumentar soluciones que protejan al

público de acontecimientos futuros similares, es preciso identificar las causas sociales estructurales de los actos financieros ilícitos.

Con el fin de explicar los actos financieros ilícitos, elaboramos una teoría de la estructura organizativo-política que sostiene que en la sociedad moderna no es posible separar las relaciones corporación-Estado, porque la política del Estado da forma a las estructuras de las corporaciones y crea las oportunidades para que los gerentes se involucren en actos financieros ilícitos. El *acto financiero ilícito* es un acto que viola una ley o una norma (o el propósito de ambas) establecidas por un organismo gubernamental o una organización no gubernamental responsable de la supervisión financiera de las corporaciones. Nos centramos en el concepto de acto financiero ilícito más que en el de delito, porque existen comportamientos legales que pueden engañar a los inversores, especialmente a los pequeños, a causa de la asimetría en la información. La propuesta central es que el sistema de inmersión (*embeddedness*) de las corporaciones en estas estructuras políticas creó oportunidades para que los gerentes explotaran las asimetrías en la información y privilegiaran ilegítimamente sus propios intereses y los programas de acumulación de capital de las empresas.¹

TEORÍA DE LA ESTRUCTURA ORGANIZATIVO-POLÍTICA

La revitalización de la sociología histórica y comparativa durante la década de 1980 hizo que surgieran muchos interrogantes sobre el poder explicativo de las teorías que asumen la continuidad histórica e ignoran las rupturas históricas y los puntos de inflexión (Abbott 1997; Isaac y Griffin 1989). La teoría de la estructura organizativo-política, construida sobre la base de esta tradición teórica, (1) identifica las condiciones históricas que estructuran los motivos y acciones de los actores corporativos y (2) postula que las relaciones entre las corporaciones y el Estado no pueden separarse una de la otra en la sociedad moderna, porque las políticas estatales dan forma a las estructuras corporativas.

El estudio de los efectos de las condiciones históricas sobre el comportamiento de las corporaciones es importante, porque aquéllas estructuran los “motivos y acciones” de los actores sociales así como sus “intereses y oportunidades para satisfacerlos” (Prechel 1990:665). Las *condiciones* abarcan la estructura de las alternativas disponibles, los incentivos y restricciones que afectan grupos de acciones individuales (por ejemplo, las decisiones colectivas) (Hernes 1976). En esta aplicación de la teoría de la estructura organizativo-política, se postula que las políticas neoliberales aprobadas entre 1986 y 2000 permitieron el desarrollo de estructuras organizativas y políticas que crearon dependencias, incentivos y oportunidades para que los gerentes se involucraran en actos financieros ilícitos.

Dependencias e incentivos

Las teorías que se centran en la estructura de las organizaciones mantienen que cuando las corporaciones están limitadas y controladas externamente, se vuelven dependientes de los recursos. La dependencia de los recursos provoca falta de autonomía e incertidumbre y, a su vez, ambos aspectos amenazan la capacidad de supervivencia de las organizaciones (Pfeffer y Salancik 1978; Zald 1970; Zeitlin 1974).

Las investigaciones que estudian el comportamiento de las corporaciones se centran en la dependencia del capital, porque ésta limita la autonomía y puede amenazar la supervivencia de las corporaciones. La dependencia del capital afecta las estrategias corporativas y el modo en que las corporaciones manejan sus finanzas (Mizruchi y Stearns 1994; Palmer, Jennings y Zhou 1993). También crea incentivos para que las corporaciones cambien su estructura. Por ejemplo, en la década de 1980, en respuesta a la dependencia del capital, las corporaciones cambiaron a un formato de subsidiarias de estratos múltiples (Prechel y Boies 1998) y derivaron líneas de

productos secundarias (Davis, Diekmann y Tinsley 1994). En la década siguiente, cuando declinó la dependencia del capital, muchas corporaciones diversificaron sus líneas de productos mediante la adquisición de otras corporaciones que poseían recursos críticos de los cuales dependían (Prechel et al. 2008).

La teoría de la estructura organizativo-política plantea que en ciertas condiciones, la dependencia del capital crea incentivos para que las corporaciones y sus gerentes participen en actos financieros ilícitos. Estos incentivos existen tanto en el nivel de las organizaciones como en el individual. En el nivel de las organizaciones, la dependencia del capital de los interesados directos externos que controlan los recursos críticos crea incentivos para que los gerentes tergiversen los estados financieros de las corporaciones. Entre los interesados directos más poderosos que surgieron en las décadas de 1980 y 1990 se encontraban los fondos de inversiones, los fondos de pensiones, las fundaciones, los fondos de inversión especulativa y otros muchos grandes inversores institucionales que adquirieron títulos de las corporaciones. A mediados de la década de 1980, los inversores institucionales y los individuos adinerados comenzaron a presionar a los cargos gerenciales para incrementar el rendimiento de las acciones y las relaciones precio-ganancia, porque el valor de los títulos de las corporaciones responde a dichas medidas financieras (Krier 2005; Useem 1996). Esta relación dependiente del capital creó incentivos para que los gerentes de las corporaciones aumentaran el valor de los títulos de los accionistas. Si dicho valor no aumentaba, los inversores institucionales podrían desinvertir en una compañía, retener inversiones futuras o intentar reemplazar a los cargos gerenciales superiores. Cuando los gerentes no pueden lograr los niveles deseados de rendimiento financiero a través de medios legítimos, entonces existen motivos para que tergiversen sus estados de cuentas.

En el micronivel individual, la forma de compensación a los ejecutivos que surgió en este período creó incentivos para que los gerentes tergiversaran los estados financieros de las corporaciones. En la década de 1990, gran parte de las retribuciones a los ejecutivos provino de las opciones de compra de acciones. Aunque a mediados de la década de 1970 muchos de los gerentes de la plana mayor de las corporaciones más grandes poseían títulos de las compañías (Lewellen 1971), esta tendencia a que los gerentes fueran propietarios se aceleró cuando empezó a considerar a la opción de compra de acciones como un incentivo para que los gerentes se comportaran más como dueños y, por consiguiente, aumentaran el valor de los títulos de los accionistas. Entre 1992 y 2000, la opción de compra de acciones como un porcentaje de la paga de los altos cargos ejecutivos se incrementó del 27% al 51% en las firmas industriales clasificadas por Standard and Poor's. Entre enero de 1999 y mayo de 2002 solamente, se otorgaron aproximadamente 66.000 millones de dólares en opciones de compra de acciones en 1.035 corporaciones (*Fortune* 2002).² Este cambio en las retribuciones a los ejecutivos creó incentivos para que éstos inflaran los balances de manera de aumentar el valor de sus opciones de compra. También aumentó el poder, autoridad y tamaño de la clase gerencial (es decir, gerentes que eran dueños de grandes cantidades de acciones corporativas).

Los defensores neoliberales de este tipo de retribución sostenían que el hecho de ser dueño de las acciones alinearía los intereses de los gerentes y los de los accionistas. Esto, por una parte alentaría a los primeros a comportarse más como dueños y, por otra, incrementaría los rendimientos de las inversiones.³ No obstante, estos visionarios no comprendieron que esta forma de retribución creaba incentivos para que los gerentes se preocuparan por sus propios intereses de maneras no beneficiosas para los accionistas: inflaban los balances de las corporaciones para aumentar el valor de sus opciones de compra.

Oportunidades

La teoría de la estructura organizativo-política también plantea que la variación en las estructuras corporativas y políticas proporciona oportunidades diferenciales para involucrarse en actos financieros ilícitos. Este principio teórico coincide con la concepción de Sutherland (1949) de la asociación social diferencial, que postula que algunas estructuras sociales proporcionan mayores oportunidades para cometer delitos que otras. Las investigaciones desarrolladas dentro de esta tradición muestran que la variación en las políticas regulatorias, las estructuras de aplicación de leyes, las condiciones económicas y las características de las organizaciones inciden en las desviaciones y los delitos “de cuello blanco” (Clinard y Yeager 1980; Grant, Jones y Bergesen 2002; Simpson 1986).

Entre los cambios más importantes en la estructura política de los Estados Unidos en el siglo XX se encuentran las leyes que rigen las contribuciones de las corporaciones a la política. En un intento por controlar la influencia del dinero en las elecciones federales en la época post Watergate, el Congreso invalidó la ley Tillman de 1907, que prohibía las contribuciones de las corporaciones a las campañas políticas. En 1971, el Congreso aprobó la Ley Federal de Campañas Electorales, que legalizó las contribuciones de los accionistas a los partidos políticos. Luego, en 1974, el Congreso creó la Comisión de Elecciones Federales (FEC, por sus siglas en inglés), un organismo de supervisión de las contribuciones a las campañas electorales. Sin embargo, el cambio más importante se produjo el año siguiente cuando, en respuesta a la presión política de las corporaciones, la FEC aprobó la resolución SUN-PAC, que legalizó las contribuciones políticas de los empleados. A esta transición en la política pública le siguió un rápido crecimiento de los Comités de Acción Política (PAC, por sus siglas en inglés) de las corporaciones y la influencia de éstas en el proceso de formación de políticas (Clawson, Neustadt y Scott 1992).

La estructura política emergente creó oportunidades para que los gerentes influyeran en el proceso político de dos maneras interrelacionadas: (1) realizando contribuciones políticas a los funcionarios elegidos y (2) contratando grupos de presión para presentar sus programas a funcionarios nombrados y electos. En los años subsiguientes, para maximizar la flexibilidad financiera y el acceso al capital de las corporaciones, la clase gerencial presionó al Congreso, la rama ejecutiva y el poder judicial para cambiar los acuerdos político-legales que regían el comportamiento de las corporaciones. Este esfuerzo incluyó la presión a los funcionarios gubernamentales para cambiar las leyes de impuestos corporativos (por ejemplo, las provisiones por depreciación y los créditos impositivos por inversión), para aumentar el flujo de caja (Prechel 1990). Como la presentación de la información contable y financiera (Weber 1978) influye en la capacidad de las corporaciones para obtener capital (por ejemplo, emisiones de deuda y de capital accionario), los gerentes también presionaron a los organismos de supervisión para establecer normas contables que permitieran presentar las finanzas corporativas de manera más favorable. Uno de los cambios más importantes en este sentido fue el Grupo de Trabajo sobre Problemas Incipientes de 1984, que permitió que los gerentes contables y financieros de las corporaciones tuvieran influencia en el proceso de elaboración de normas contables. Con anterioridad, el Consejo de Normas sobre Contabilidad Financiera (FASB, por sus siglas en inglés) elaboraba la mayoría de las normas contables y gran parte de este proceso estaba vedado a los gerentes de las corporaciones (Krier 2005).

Zanjar los agujeros estructurales: la explotación ilegítima de la información

Después de que los gerentes se ganaran el derecho a influir abiertamente en los procesos políticos, las corporaciones presionaron al Congreso para transformar los acuerdos político-legales de manera de aumentar su flexibilidad financiera y organizativa. Las estructuras organizativas y políticas que surgieron crearon información asimétrica entre los gerentes, por un lado, y los organismos regulatorios y los inversores, por el otro. Las asimetrías en la información brindan autonomía a los gerentes, factor que crea oportunidades para involucrarse

en relaciones beneficiosas que pueden llevar a actos financieros ilícitos. En algunos casos, los gerentes se benefician con las asimetrías en la información zanjando los agujeros estructurales (es decir, las separaciones entre contactos no redundantes). El concepto de agujeros estructurales se desarrolló para mostrar cómo los gerentes de las empresas obtenían beneficios para avanzar en sus carreras usufructuando de manera legítima información (por ejemplo, un productor en un mercado, que negocia con un proveedor o un cliente) (Burt 1992). Cuando los agujeros estructurales existen, el actor social es autónomo (es decir, carece de restricciones), lo que se traslada al capital social y a la oportunidad de beneficiarse con dicha relación. La capacidad para identificar información y actuar en consonancia requiere capital humano (por ejemplo, conocimientos y habilidades), pero el capital social (por ejemplo, las relaciones con otros actores sociales) es de fundamental importancia, porque los gerentes establecen redes para zanjarse los agujeros estructurales y obtener beneficios (Burt 1992; véanse también Coleman 1988; Corra y Willer 2002; Granovetter 1973).

Nuestro análisis extiende la definición de los agujeros estructurales para incluir el comportamiento de los gerentes que los zanjaron utilizando *ilegítimamente* información, para obtener beneficios en recursos que les permitirán mejorar sus carreras e ingresos. La explotación ilegítima de la información incluye, por ejemplo, violar el propósito de una norma contable o de una práctica implícita, como inflar el estado de cuentas u ocultar el riesgo. Este comportamiento puede incluir transferencias de capital entre entidades corporativas que ocultan pérdidas o colocan deuda o instrumentos financieros de alto riesgo en entidades corporativas destinadas a inversiones de bajo riesgo. Al carecer de información sobre estas transferencias de capital, los inversores no tienen una comprensión clara de las condiciones financieras o los niveles de riesgo de las corporaciones.

LA REDEFINICIÓN DE LAS DISPOSICIONES POLÍTICO-LEGALES

En respuesta al aumento de la dependencia del capital en las décadas de 1970 y 1980, los capitalistas de las corporaciones utilizaron la ideología neoliberal para legitimar la redefinición de las disposiciones político-legales a las que estaban sujetas las corporaciones. Los activistas políticos de las corporaciones hicieron valer la superioridad de la ideología neoliberal y criticaron el liberalismo arraigado, los acuerdos político-legales de mediados del siglo XX (Ruggie 1982) que limitaban la capacidad de los gerentes para utilizar ciertas estructuras organizativas e instrumentos financieros. Como en otros períodos de crisis económica (Polanyi [1944] 2001), los partidarios de la ideología neoliberal sostuvieron que los problemas sociales, económicos y políticos podrían resolverse con el fundamentalismo del mercado, lo que significaba una confianza extrema en la capacidad de los mercados para regular las corporaciones (Stiglitz 2002).

La Ley de Reforma Impositiva de 1986 y el formato de subsidiarias de estratos múltiples

Uno de los programas principales del capitalismo corporativo consistió en reducir la dependencia del financiamiento de las deudas (es decir, préstamos bancarios) al utilizar más el financiamiento mediante emisión de acciones (es decir, emisiones de títulos). En 1985, una coalición política de 250 grandes corporaciones, a través de la Coalición de Acción por la Reforma Impositiva, convenció a la administración Reagan y al Congreso de que las leyes impositivas de ese momento (por ejemplo, elevadas provisiones por depreciación) creaban incentivos para que las corporaciones mantuvieran sus inversiones en activos de bajo rendimiento (por ejemplo, establecimientos fabriles anticuados). Entre los resultados más importantes de esta presión en defensa de sus intereses, se encuentra una disposición de la Ley de Reforma Impositiva de 1986, que eliminó el impuesto del New Deal a la transferencia de capitales dentro de una corporación. La administración Roosevelt había aprobado el impuesto a

la transferencia de capitales en la década de 1930, para desinstitucionalizar las sociedades de inversiones y controlar la expansión de los actos financieros ilícitos.

Poco después de haberse aprobado esta legislación, muchas de las corporaciones más grandes de los Estados Unidos transformaron sus divisiones en empresas subsidiarias. Este formato de *subsidiarias de estratos múltiples* tiene una compañía matriz en la cima de la jerarquía corporativa, que funciona como una compañía de gestión financiera, con dos o más niveles de corporaciones subsidiarias legalmente separadas, que están incluidas en ésta (Prechel 2000) (véase Figura 1). En contraste con las divisiones, que legalmente forman parte de la misma sociedad como una oficina general (Chandler 1962), las subsidiarias son legalmente independientes de la compañía matriz.

Una importante diferencia entre la estructura de subsidiarias de estratos múltiples y la estructura de divisiones múltiples reside en los mayores derechos de propiedad. Como las subsidiarias son corporaciones legalmente independientes, la gestión en la compañía matriz puede vender hasta el 50% de las acciones de la subsidiaria y, simultáneamente, retener el control de la propiedad (es decir, ejercer el control mediante un derecho de voto mayoritario, que en general está determinado por las acciones ordinarias). En 2004, el 84,7% de las 500 empresas que figuraban en *Fortune 2002* tenía una estructura de subsidiarias de estratos múltiples. Sin embargo, no se vislumbra fácilmente la concentración del poder económico generada por este formato corporativo, porque muchas subsidiarias, especialmente las que son producto de adquisiciones o fusiones, tienen nombres diferentes, no relacionados con la compañía matriz y, por consiguiente, identidades independientes de ésta.⁴

Son tres las características interrelacionadas de este formato corporativo que aumentan las oportunidades de que los gerentes realicen transferencias de capital y las oculten a los organismos de supervisión y al público inversor. En primer término, como las compañías matrices pueden vender hasta el 50% de las acciones de sus corporaciones subsidiarias, los gerentes pueden utilizar este capital para aumentar el tamaño de una empresa al ampliar las instalaciones existentes o al instrumentar fusiones y adquisiciones. Durante el período considerado en nuestra investigación, los activos medios de las corporaciones consideradas en nuestro estudio aumentaron de 16,46 mil millones de dólares (1994) a casi 39,4 mil millones de dólares (2003), o sea, más del doble.⁵ En segundo término, las corporaciones aumentaron la cantidad de subsidiarias. En 2004, la cantidad media de subsidiarias de las 500 empresas de *Fortune 2001* era 39. De éstas, 37 tenían más de 100 subsidiarias que estaban estructuradas jerárquicamente en hasta ocho niveles. De las 37 compañías con más de 100 subsidiarias, 10 tenían más de 200 subsidiarias y 2, más de 300 subsidiarias. El tamaño y la complejidad del formato de subsidiarias de estratos múltiples crean más oportunidades para que los gerentes realicen transferencias internas de capital. En tercer término, la eliminación del impuesto a la transferencia de capital eliminó una fuente de información que los organismos de supervisión (por ejemplo, la agencia tributaria de los Estados Unidos, IRS, por sus siglas en inglés) podrían utilizar para controlar las transacciones financieras.

A pesar de la naturaleza radical de estos cambios y de las mayores oportunidades para realizar transacciones financieras en esta estructura corporativa, se aprobaron pocas leyes o reglamentaciones de supervisión del gobierno para controlar estas transacciones. Por ejemplo, las normas contables que estipulan cómo incorporar entidades corporativas legalmente separadas a los estados financieros de las corporaciones se basan en el principio general del control de la propiedad. Así, si una empresa posee más del 50% de las acciones ordinarias de otra corporación, esa empresa se considera una subsidiaria y está consolidada en los estados contables de la compañía matriz. Si no hay inversor que controle una entidad de voto, ésta no está consolidada y la corporación presenta un estado contable independiente. Esta definición está basada en el principio contable general que establece que los estados contables

consolidados combinan “el estado contable de una compañía matriz... con los de sus subsidiarias, como si fueran una entidad económica única” (Counterparty Risk Management Policy Group III 2008: 40-41). Esta norma contable se aprobó cuando la mayoría de las corporaciones estaban organizadas en forma de divisiones múltiples, pero los expertos financieros siguen considerando que este método proporciona la información más útil para que los usuarios de los estados contables puedan tomar sus decisiones.

La inmersión del formato de subsidiarias de estratos múltiples en las estructuras políticas neoliberales creó redes ricas en agujeros estructurales. Las oportunidades de aprovechamiento existen porque estas estructuras permiten que los gerentes transfieran capital entre las entidades corporativas que están ocultas para los inversores y para los organismos de supervisión. Más aún, los gerentes pueden usar su propia discreción cuando establecen el valor de sus subsidiarias totalmente propias (es decir, aquellas que no han emitido ni negociado acciones en el mercado). Estas estructuras organizativas y políticas crearon incentivos para que los gerentes de las empresas explotaran la información y zanjaran los agujeros estructurales para aumentar las valuaciones de las acciones. Los gerentes ganaron (1) beneficios en recursos directos, como aumentos en las promociones y en los salarios y (2) beneficios en recursos indirectos, como el aumento del valor de sus opciones de compra de acciones.⁶

La realineación de las elites corporativas y los cambios de la norma representativa

Durante este período, los cambios en las estructuras organizativas y políticas también modificaron las relaciones entre las corporaciones y los intermediarios financieros (por ejemplo, bancos, inversores institucionales y compañías de seguros). Entre las décadas de 1940 y 1970, el crecimiento económico estable generó beneficios adecuados para financiar la mayoría de las estrategias de expansión de las corporaciones con fuentes internas de capital. Pero a mediados de la década de 1970, los flujos internos de capital fueron insuficientes para financiar la expansión de las corporaciones y los gerentes dependieron cada vez más del capital controlado por los intermediarios financieros.

La dependencia de estas organizaciones aumentó el poder financiero de los gerentes e influyó internamente en las corporaciones, porque éstos sabían cómo negociar las ofertas públicas de los títulos de las subsidiarias con los banqueros que financiaban las transacciones. Los gerentes financieros también eran expertos en explicar las estrategias financieras de las corporaciones a los inversores. Sin embargo, el entorno regulatorio de las corporaciones, que restringía las comunicaciones entre los gerentes y los inversores, limitaba la capacidad de los gerentes financieros internos para interactuar con los intermediarios financieros.

Para superar este obstáculo, los intermediarios financieros y los grandes inversores se movilaron políticamente para redefinir las normas que rigen las relaciones con los inversores corporativos. En respuesta a esto, en 1992, la Comisión de Valores de los Estados Unidos (SEC, por sus siglas en inglés) y el Consejo de Normas sobre Contabilidad Financiera (FASB) flexibilizaron las normas que rigen la comunicación entre los gerentes y los inversores. Al permitir que los inversores se reunieran con los gerentes, se crearon oportunidades para que éstos y los grandes inversores identificaran y articularan sus intereses y objetivos mutuos (Krier 2005). Estos intercambios dieron como resultado una asimetría en la información entre los gerentes y los grandes inversores por una parte, y los pequeños inversores, por otra.

El debilitamiento de los derechos de los inversores en el ámbito judicial y en el Congreso

La autonomía de los gerentes se fortaleció más cuando los derechos de los inversores quedaron debilitados por un conjunto de decisiones judiciales y reformas legales que redujeron su capacidad para realizar demandas colectivas contra los abogados, gerentes y asesores

responsables de participar directamente en, o colaborar con, actos financieros ilícitos. La primera victoria legal importante de los gerentes de las corporaciones ocurrió en 1991, cuando una decisión de la Corte Suprema requirió que los accionistas iniciaran acciones legales dentro del año del descubrimiento de una violación y no más de los tres años posteriores al fraude. En ese momento, en 1994, una resolución de la Corte Suprema limitó la capacidad de los inversores para responsabilizar a sus abogados asesores de colaborar e instigar delitos “de cuello blanco” (U.S. Congress 1994). Al proteger a los abogados que aprobaban un acto ilícito (por ejemplo, brindando un asesoramiento que originaba fraude con acciones), la decisión de la Corte hizo aún más difícil declarar culpables a los gerentes por haber cometido un delito.

A pesar de las victorias de los gerentes de las corporaciones en el ámbito judicial, una coalición de corporaciones conformó un grupo de presión en el Congreso para debilitar más los derechos de los accionistas. Liderada por la industria de servicios financieros, esta coalición política sostuvo que las leyes sobre valores y sobre fraude organizado permitían litigios por fraude sin justificación y sin mérito. Presionaron al Congreso para proteger a los gerentes, abogados y asesores financieros de los juicios “frívolos” de los inversores (U.S. Congress 1991, 1994).

Aunque el Congreso, controlado por los republicanos, aprobó esta legislación, el Presidente Clinton la vetó, porque creaba una importante barrera para que los inversores pudieran iniciar juicios contra los gerentes. No obstante, el Congreso anuló el veto de Clinton y aprobó la Ley de Reforma de Litigios sobre Valores Privados de 1995, que prohibía a los inversores utilizar las leyes de valores para iniciar juicio a los gerentes, contadores, abogados y asesores de las corporaciones que hubiesen hecho declaraciones especulativas sobre las finanzas corporativas. En ese momento, bajo la disposición general de las leyes de valores federales, se eliminó en gran parte la responsabilidad por colaboración e instigación (*Congressional Quarterly Weekly* 1995). Estos acuerdos político-legales dificultaron la responsabilización de la clase gerencial por su comportamiento, con lo cual redujeron el riesgo que ésta corría anteriormente al realizar transacciones engañosas para los inversores.

La Ley Gramm-Leach-Bliley de Modernización de Servicios Financieros

Durante la década de 1990, las decisiones del Banco de la Reserva Federal y del Departamento del Tesoro quitaron fuerza a la Ley Glass-Steagall de 1933 y a la Ley de Compañías Tenedoras de Acciones Bancarias de 1956;⁷ las políticas públicas que permitían que los bancos comerciales se diversificaran y brindaran servicios financieros (por ejemplo, inversiones bancarias y seguros) se revocaron por completo en 1999, cuando el Congreso aprobó la Ley Gramm-Leach-Bliley de Modernización de Servicios Financieros. Enseguida, los conglomerados financieros (por ejemplo, el Citigroup) empezaron a proporcionar al mismo cliente corporativo un amplio abanico de servicios financieros, que comprendía préstamos, análisis de carteras accionarias, garantías de acciones y bonos, asesoría en fusiones y adquisiciones, seguros y asesoramiento en inversiones.

Estas estructuras organizativas generan la posibilidad de que ocurran múltiples conflictos de intereses. Por ejemplo, como la misma corporación podía proveer asesoramiento y financiamiento para una fusión corporativa, los gerentes en una subsidiaria de servicios financieros tenían un incentivo para fijar un precio más alto al valor de una fusión ya que, de este modo, la subsidiaria prestadora podía otorgar un préstamo mayor. Este comportamiento puede provocar una sobrevaluación de las subsidiarias recientemente adquiridas, que afecta el valor accionario de la compañía matriz, ya que para ésta, las acciones constituyen su activo principal. En resumen, la Ley de Reforma de Litigios sobre Valores Privados redujo las trabas al mal asesoramiento y la Ley Gramm-Leach-Bliley creó incentivos y oportunidades para que los gerentes inflaran los balances de las compañías matrices.⁸

La Ley de Modernización del Mercado de Futuros de Materias Primas de 2000

En la década de 1970, la industria energética comenzó a plantear que, para aumentar la eficiencia del mercado, era necesaria la desregulación. Sin embargo, la desregulación inicial tuvo como consecuencia inesperada la disminución de las ganancias. En respuesta a esto, las compañías energéticas sostuvieron que existían regulaciones engorrosas que seguían restringiendo el uso de los instrumentos financieros necesarios para desarrollar más este mercado. Para avanzar en su plan, la industria se movilizó políticamente para cambiar las normas que establecían las características del sistema de comercialización de la energía. Liderada por Enron, la industria sostenía que los contratos de gas natural eran realmente derivados (es decir, un paquete de opciones o contratos de futuro entre dos o más partes cuyo precio se deriva del valor de otro título garantizado o de otra materia prima). En este caso, los contratos se derivan del precio proyectado futuro del gas natural. No obstante, a las compañías energéticas no se les permitía participar en actividades comerciales derivadas.

Para llevar adelante su plan, en cuanto Clinton derrotó a George H. W. Bush en la elección presidencial de 1992, la industria energética ejerció presión sobre la Comisión de Comercialización de Futuros de Materias Primas para que permitiera que las compañías energéticas participaran en la comercialización de futuros. En respuesta, Wendy Gramm, presidenta de la comisión, propuso que se excluyera el comercio de energía de la jurisdicción de la Ley de Comercio de Materias Primas. Una semana después, la comisión votó según las líneas de los partidos: la mayoría republicana aprobó la disposición por 2 votos a 1 y allanó el camino para que las compañías energéticas ingresaran al mercado de la comercialización derivada.

El siguiente esfuerzo de importancia para desregular los instrumentos derivados surgió a fines de la década de 1990, cuando el Congreso tuvo que volver a autorizar la Ley de Comercio de Materias Primas. A fines de esa década, los instrumentos financieros derivados estaban muy extendidos y el mercado mundial de instrumentos derivados había crecido a 88,2 billones de dólares. Los organismos de supervisión y varios miembros del Congreso expresaron su preocupación acerca de los mayores riesgos que implicaban estos instrumentos financieros para los mercados de capitales. En respuesta a esto, las empresas financieras, entre las que estaban los bancos de inversión y las corporaciones de servicios financieros, se unieron a las compañías energéticas y lanzaron una campaña de presión bien financiada para permitir que los futuros derivados se comercializaran en mercados no regulados.⁹ Después de que sus defensores del Congreso realizaran varios intentos fallidos para aprobar esta legislación, el senador Phil Gramm (representante por Texas), el republicano más antiguo en el Comité de la Banca del Senado y los líderes republicanos de la Cámara de Representantes adjuntaron la Ley de Modernización del Mercado de Futuros de Materias Primas de 2000 a las 11.000 páginas de la Ley de Apropiações Consolidadas para el año fiscal 2001. Ese proyecto amplio de ley de presupuesto se aprobó por 290 votos contra 60 en la Cámara de Representantes y por decisión unánime en el Senado, prácticamente sin discusión alguna sobre la legislación adjunta que trataba la comercialización no regulada de los instrumentos derivados. Clinton firmó el proyecto, que se convirtió así en ley el 21 de diciembre de 2000.

Una decisión de la Ley de Modernización del Mercado de Futuro de Materias Primas de 2000, que se conoce como “el bache legal de Enron”, exceptuaba de la regulación a muchas comercializaciones derivadas de alto riesgo, al permitir que las corporaciones crearan energía extrabursátil y mercados financieros derivados, que estarían fuera del escrutinio público y de la supervisión gubernamental (U.S. Congress 2002). Varias grandes corporaciones energéticas siguieron a Enron al establecer sus propios recintos de operaciones electrónicas, para crear mercados de futuro de derivados para productos energéticos (por ejemplo, electricidad, gas natural y energía eólica). El sector financiero, que permitió comercializar ciertos instrumentos derivados (por ejemplo, tasas del tipo de cambio) dentro de la estructura regulatoria previa, creó

un abanico de nuevos productos financieros derivados. En 2008, el mercado desregulado de instrumentos derivados, que incluía valores respaldados por hipotecas, alcanzó los 684 billones de dólares, lo que lo convirtió en el mercado de instrumentos derivados más importante de la economía mundial. Como este mercado contaba con el potencial de generar enormes ganancias y se ocultaba de la supervisión gubernamental, creaba incentivos y oportunidades para que los gerentes financieros se involucraran en transacciones financieras de alto riesgo.

El margen del financiamiento fuera del balance

Estas estructuras organizativas y políticas también aumentaron las oportunidades para que las corporaciones utilizaran entidades fuera del balance. Este método de contabilidad financiera permite que las corporaciones coloquen el financiamiento y los activos en Entidades con Cometido Especial (SPE, por sus siglas en inglés), que no aparecen en los estados financieros de la compañía matriz (Oxford 2006:469). La norma general que rige el uso de las entidades fuera del balance dice que deben tener activos pasivos, es decir, activos que no se administran activamente, se mantienen en el largo plazo y no se espera que generen rendimientos predecibles.

Este acuerdo supone que un activo -por ejemplo, una fábrica alquilada con derecho a compra (*leasing*) a otra compañía que paga una renta para usarla- mantendrá su valor y proporcionará una fuente estable de ingresos a sus inversores. Las entidades fuera del balance generalmente se estructuran como sociedades que están reguladas de manera poco rigurosa, puesto que no son tenedoras de acciones, y las ganancias o pérdidas se transfieren a los dueños. Las sociedades se crean fácilmente, e integradas a las subsidiarias de estratos múltiples, se convierten en entidades legalmente independientes (véase Figura 1). A fines de la década de 1990, las administraciones utilizaron estas entidades con muchos propósitos.

Las entidades fuera del balance son propensas a las asimetrías en la información. Por ejemplo, después de que la Ley de modernización del Mercado de Futuro de Materias Primas de 2000 permitiera que las compañías energéticas comerciaran derivados de la energía, Enron empezó a perder dinero en muchos de estos negocios, porque se basaban en precios supuestos que no concordaban con los cambios de precio del mercado. Para aparentar que tenían un balance sólido, la gerencia colocó algunos de estos instrumentos financieros en entidades fuera del balance y creó otras entidades fuera del balance para obtener capital. En algunas instancias, los gerentes explotaron ilegalmente las asimetrías en la información al informar transferencias de capital ficticias desde entidades fuera del balance a la compañía matriz (es decir, la deuda se transfería y se informaba como un ingreso) y, por consiguiente, distorsionaban el balance de la compañía matriz. Después de la bancarrota de Enron, las investigaciones del gobierno revelaron que muchas de estas entidades no reunían las condiciones para recibir un tratamiento fuera del balance, porque no cumplían con los requisitos establecidos (U.S. Congress 2002).

Los organismos de supervisión no detectaron el uso ilegítimo de estas entidades corporativas porque una red pequeña de gerentes de Enron utilizó su capital social (es decir, redes) para zanjear los agujeros estructurales con los gerentes de las intermediarias financieras (por ejemplo, Citigroup y Goldman Sachs). Juntos, utilizaron su capital humano (es decir, habilidades y conocimientos) para crear entidades fuera del balance. Cuando los instrumentos financieros de estas entidades empezaron a perder dinero, existieron incentivos para mantenerlos fuera del balance, porque incorporarlos hubiera afectado negativamente el rendimiento financiero de las empresas, disminuido la probabilidad de promoción y de aumento salarial de los gerentes responsables y generado presión descendente sobre los precios de las acciones de las empresas y el valor para los gerentes de las opciones de compra de acciones.

HIPÓTESIS

Desarrollamos las siguientes hipótesis a partir de la teoría de la estructura organizativo-política y de la contextualización histórica. Nos centramos en los datos financieros actualizados que las gerencias enviaron a los organismos regulatorios del gobierno. Aunque las actualizaciones financieras pueden realizarse por razones legítimas (por ejemplo, un cambio en las normas contables), los datos que hemos utilizado excluyen esos casos (U.S. General Accounting Office 2002). El hecho de centrarse en las actualizaciones financieras es una manera innovadora de estudiar los actos financieros ilícitos, algo difícil de observar para los investigadores, pero que ocurre frecuentemente.¹⁰ Encontramos que más del 21% de las corporaciones más grandes de los Estados Unidos actualizaron sus estados contables al menos una vez y algunas hasta siete veces, durante el período que abarca nuestro estudio. Estas actualizaciones representan pérdidas enormes para el público inversor.¹¹

Hipótesis de la dependencia y los incentivos

Ganancias y actos financieros ilícitos Los programas de las corporaciones para obtener ganancias han sido un tema central en la bibliografía sobre los delitos “de cuello blanco” durante décadas. Sin embargo, las conclusiones son variadas. Algunos estudios indican que es más probable que las corporaciones que experimentan presiones financieras violen las leyes federales antitrust de precios predatorios y de fijación de precios (Simpson 1986) y las leyes ambientales (Yeager 1991); otros, que es más probable que las corporaciones de industrias financieramente fuertes violen las leyes federales (Baucus y Near 1991).

La teoría de la estructura organizativo-política plantea que estos resultados contradictorios se explican por la variación histórica en las relaciones entre las corporaciones y el Estado. Específicamente, las estructuras políticas imperantes durante el período estudiado, que se caracterizó por la desregulación y la relajación en el cumplimiento de las leyes, insertaron a las corporaciones en disposiciones político-legales que crearon incentivos y oportunidades para que los gerentes de empresas con ganancias menores se arriesgaran a falsificar sus estados contables, para informar mayores ganancias. Esto nos lleva a la primera hipótesis:

Hipótesis 1: la tasa de rendimiento sobre el capital accionario se asocia negativamente con la probabilidad de que las corporaciones actualicen sus estados contables.

Valor de los títulos de los accionistas y actos financieros ilícitos. Para reducir su dependencia del financiamiento caro de la deuda, muchas corporaciones cambiaron al formato de subsidiarias de estratos múltiples y emitieron títulos en sus corporaciones subsidiarias (Prechel 2000). Este desplazamiento del financiamiento de la deuda por parte de los bancos al financiamiento a través del capital accionario provocó una declinación en el mercado de deuda corporativo.¹²

Este cambio no eliminó la dependencia del capital, sino que más bien creó otra forma de dependencia del capital. Esta contingencia histórica incrementó el poder de los inversores institucionales, que en algunos aspectos aumentó la vulnerabilidad de los gerentes de las corporaciones frente a las influencias externas. A diferencia de los bancos, que tienden a sentirse satisfechos siempre que las corporaciones paguen sus deudas, los inversores institucionales y los individuos adinerados tienen tanto capital invertido en corporaciones individuales que, con frecuencia, no les resulta viable cambiar la inversión a otro lado. Más aún, los intereses de los inversores no se limitan a las medidas amplias de rentabilidad. Más bien, los inversores prefieren que los gerentes tengan metas de maximización de las utilidades que afecten directamente el valor de sus carteras de acciones. Esto los lleva a ejercer presiones sobre los gerentes de las corporaciones para que aumenten el valor de las acciones (Useem 1996).

Para evaluar los efectos de los inversores sobre los actos financieros ilícitos, desarrollamos dos medidas del valor de los títulos de los accionistas. La teoría de la estructura organizativo-política sugiere que la dependencia del capital de los grandes inversores crea incentivos para que los gerentes de empresas con acciones de menor rendimiento inflen los estados contables para mantener el acceso a estos mercados de capital. Esto nos lleva a la siguiente hipótesis:

Hipótesis 2: las utilidades por acción se asocian negativamente con la probabilidad de que las corporaciones actualicen sus estados contables.

Hipótesis 3: el cambio en el precio de las acciones se asocia negativamente con la probabilidad de que las corporaciones actualicen sus estados contables.

Estrategias relacionadas con el valor para los accionistas y los actos financieros ilícitos. La teoría de la estructura organizativo-política sostiene que las relaciones entre los gerentes de las corporaciones y los grandes inversores crean incentivos para que los gerentes implementen estrategias con el fin de elevar el precio de los títulos corporativos. En la década de 1990, los inversores favorecieron las fusiones y adquisiciones porque éstas se asocian con el despido de trabajadores, la reducción de costos y el aumento de la valuación de las acciones (Krier 2005).

Sin embargo, estas estrategias tienen una dimensión contradictoria, porque presionan sobre el flujo de caja de las corporaciones, lo que crea incentivos para que los gerentes oculten las pérdidas para satisfacer a los inversores. Esto coincide con los estudios realizados a partir de las teorías sobre la presión del delito “de cuello blanco”, que muestran que las tasas de crecimiento rápido se asocian con violaciones de las leyes que rigen la calidad de los productos y la seguridad de los lugares de trabajo (Clinard y Yeager 1980) y con el fraude (Tillman y Pontell 1995).

Según la lógica de esta teoría, las hipótesis 4 y 5 plantean que el crecimiento y las fusiones y adquisiciones crean incentivos para que los gerentes presenten estados contables engañosos. Existen oportunidades para falsificar los estados contables porque muchos de los costos asociados con estas estrategias están sujetos a la discreción de los gerentes (Krier 2005); por eso a los organismos de supervisión les resulta difícil identificarlos y cuestionarlos.

Hipótesis 4: las fusiones y adquisiciones se asocian positivamente con la probabilidad de que las corporaciones actualicen sus estados contables.

Hipótesis 5: el crecimiento se asocia positivamente con la probabilidad de que las corporaciones actualicen sus estados contables.

Hipótesis de la oportunidad

El formato de subsidiaria de estratos múltiples y los actos financieros ilícitos. La teoría de la estructura organizativo-política sostiene que el formato de subsidiaria de estratos múltiples crea oportunidades para que los gerentes realicen transferencias internas de capital que inflan los balances de las compañías matrices. Por ejemplo, en 1996, Enron adquirió Mariner Energy y la organizó como una subsidiaria totalmente propia. Utilizando una técnica contable legal, pero agresiva, denominada “valor justo”, los gerentes actualizaron el valor de esta subsidiaria varias veces, cuando la compañía matriz no alcanzaba los objetivos de utilidades que se había fijado. En 2001, los gerentes incrementaron el valor contable de Mariner a 367,4 millones de dólares. El examen de lo sucedido luego de la bancarrota muestra que los gerentes inflaron los activos de la subsidiaria en 256,9 millones de dólares (McLean y Elkind 2003).

En otro momento, los gerentes de Enron desplazaron 200 millones de dólares en pérdidas de su subsidiaria de servicios energéticos a su subsidiaria de comercialización de energía al por mayor, empresa muy grande y muy rentable, que podía absorber estas pérdidas porque había generado importantes ganancias ese año. Esta transferencia de capital permitió que la subsidiaria de servicios energéticos ocultara pérdidas e informara 40 millones de dólares en ingresos (Jones 2006), lo que dio a los inversores la falsa impresión de que la subsidiaria de servicios energéticos de Enron, que andaba a la caza de clientes, era rentable.

En otros casos, los gerentes de Enron explotaron la asimetría en la información usando el capital social (es decir, redes con los gerentes financieros en bancos de inversión y otros intermediarios financieros) para zanjar los agujeros estructurales creando entidades fuera del balance en las que esos intermediarios financieros invertían. Para fomentar la cooperación de esos gerentes financieros, los gerentes de Enron garantizaban el rendimiento de sus inversiones. Entonces, los gerentes de Enron transferían capital de estas entidades fuera del balance a la compañía matriz, donde esta transferencia se informaba como un ingreso cuando, de hecho, era una deuda (Boies y Prechel 2002). En otras instancias, los gerentes desplazaban activos de bajo rendimiento a las entidades fuera del balance.¹³

En resumen, el formato de subsidiaria de estratos múltiples creaba múltiples agujeros estructurales que los gerentes podían zanjar, al involucrarse en transacciones financieras que distorsionaban el balance de la compañía matriz. Estas transacciones financieras no se detectaban, porque se las ocultaba a los organismos de supervisión y al público inversor. Las siguientes hipótesis evalúan si el formato de subsidiaria de estratos múltiples tiene efectos sobre los actos financieros ilícitos:

Hipótesis 6: es más probable que las compañías matrices estructuradas según el formato de subsidiarias de estratos múltiples actualicen sus estados contables.

Hipótesis 7: comparadas con otras corporaciones, es más probable que las subsidiarias actualicen sus estados contables.

Las figuras 2 y 3 proporcionan evidencia preliminar en apoyo de nuestras hipótesis, que plantean que el formato de subsidiarias de estratos múltiples aumenta el riesgo de actualizaciones contables. La figura 2 muestra que durante el período estudiado aquí, el 5,6% de las compañías matrices organizadas según el formato de subsidiarias de estratos múltiples actualizó sus finanzas, en comparación con el 3,2% de las compañías no organizadas según este formato. La figura 3 ubica las compañías de nuestra población en cuatro cuartiles, sobre la base de su cantidad total de subsidiarias, y proporciona sustento adicional a nuestras hipótesis: las actualizaciones crecen en relación con el aumento de la cantidad de subsidiarias.

Comités de acción política y actos financieros ilícitos. La teoría de la estructura organizativo-política plantea que los Comités de Acción Política proporcionan oportunidades para que las corporaciones manejen su entorno implementando la amortiguación (es decir, estrategias para reducir los efectos de las disposiciones político-legales en los que estaban insertas las corporaciones) (Boies y Prechel 2002). La capacidad de los PAC para amortiguar la supervisión de las corporaciones por parte de los organismos regulatorios aumentó en la década de 1990, cuando las contribuciones de los PAC corporativos alcanzaron niveles récord. Las contribuciones de los PAC solamente del sector de servicios financieros aumentaron desde aproximadamente 11 millones de dólares en 1990 a casi 93 millones de dólares en 2000.

La hipótesis 8 sugiere que los PAC constituyen una parte esencial de las estrategias de amortiguación de las corporaciones, porque las contribuciones financieras permiten acceder a funcionarios gubernamentales que pueden limitar la supervisión de los organismos regulatorios

y la ejecución de las leyes. De manera que las contribuciones de los PAC están relacionadas positivamente con los estados contables de las corporaciones:

Hipótesis 8: existe una relación positiva entre las contribuciones de los PAC y las actualizaciones contables.

DISEÑO DE LA INVESTIGACIÓN

Muestra

El grupo del estudio está integrado por las 500 compañías matrices más grandes de los Estados Unidos que cotizaron en bolsa en 2001, según informó la revista *Fortune* (2002). Estudiamos ese grupo de corporaciones desde 1994 hasta 2004, lo que nos permitió reunir un conjunto de datos de panel que abarcaba un período de 11 años. Elegimos el año 2001 para la selección de la muestra, dado que varias compañías que realizaron actos financieros ilícitos quedaron eliminadas de la lista de Fortune 500 después de ese año (por ejemplo, Enron, Tyco y WorldCom).

Varias corporaciones quedaron excluidas de la lista de *Fortune* porque eran socias, compañías privadas o subsidiarias de corporaciones extranjeras. Las compañías asociadas y privadas no están obligadas a adherir a los mismos requisitos de divulgación de la información financiera que las compañías públicas. Las subsidiarias de corporaciones extranjeras pueden actuar de modo diferente porque sus compañías matrices se rigen por diferentes disposiciones político-legales. Cuando dos compañías de la población se fusionaban durante el período del estudio, atribuimos la consolidación a la compañía que se quedó con el control de la gestión. Como no pudimos anticipar qué compañías se convertirían en privadas o se presentarían en convocatoria de acreedores después de comenzado el estudio, excluimos a las compañías con estas características para mantener la homogeneidad en la población de corporaciones. La población final consta de 464 compañías.

En contraste con muchos estudios de actos ilícitos corporativos que se centran en sectores industriales específicos, nuestra investigación estudia las corporaciones más grandes de los Estados Unidos, provenientes de una amplia variedad de sectores económicos. El grupo del estudio incluye compañías que actúan en la mayoría de las esferas de la sociedad. Para la selección de nuestra muestra consideramos los activos totales de las corporaciones y no sus ventas, porque esta medida de tamaño es menos vulnerable a las fluctuaciones del mercado.

Variable dependiente

La variable dependiente, el acto financiero ilícito, es una variable *dummy* (es decir, variable simulada o de prueba) medida como si una corporación hubiese presentado una actualización de sus datos contables en un determinado año: se codificó con 1 si una empresa actualizó sus datos ese año y 0 si no lo hizo. Analizamos el año en que se presentaron los datos erróneos porque fue cuando se produjo el acto ilícito. Obtuvimos datos de actualizaciones realizadas entre el 1° de enero de 1997 y el 30 de junio de 2002, provenientes de la Oficina General de Auditoría (GAO, por sus siglas en inglés) (U.S. GAO 2002). Replicamos la metodología de la GAO para recolectar datos de actualizaciones realizadas entre el 1° de enero de 1994 y el 31 de diciembre de 1996 y entre el 1° de julio de 2002 y el 31 de diciembre de 2004. Los datos de la GAO se centran en la fecha en que se anuncia una actualización. Pero nuestro interés residía en la fecha de los datos actualizados, porque ésa es la fecha del supuesto acto ilícito. Así que recolectamos datos de todos los anuncios de actualización (entre los datos recolectados tanto por nosotros mismos como por la GAO) en la fecha de los datos actualizados. Frecuentemente, las

corporaciones actualizan datos correspondientes a varios años con un solo anuncio. En estos casos, codificamos cada año de los datos actualizados como un evento separado.

El análisis empieza en 1994 porque el FASB emitió una resolución que requería información más completa sobre el balance de la corporación de ese año, y termina en 2004, lo que proporciona suficiente tiempo a las gerencias para responder a la Ley Sarbanes-Oxley de 2001. Dicha ley reforzó las disposiciones de la Ley de Valores de 1993 y la Ley del Mercado de Valores de 1934 al exigir que las gerencias brindaran suficiente información a los inversores, que les permitieran a éstos tomar decisiones bien fundadas sobre sus inversiones. La Ley Sarbanes-Oxley también creó incentivos para que los gerentes adhirieran a estas leyes.

Las actualizaciones financieras son una medida apropiada de los actos financieros ilícitos por varias razones. En primer término, la GAO incluye sólo las actualizaciones realizadas por errores de contabilidad. Por ejemplo, los datos de la GOA excluyen los estados contables incorrectos que, según establecieron los investigadores, se presentaron por cambios en los principios contables, la cantidad de acciones en circulación o la aplicación de normas contables (U.S. GAO 2002). Como dijimos antes, replicamos esta metodología con los datos que recolectamos. En segundo término, la Ley Sarbanes-Oxley requiere que los directores ejecutivos y los directores de finanzas avalen con su firma la exactitud de los estados contables de las empresas. Los ejecutivos que realicen una certificación falsa sobre la exactitud de un estado contable son personalmente responsables por una suma de hasta 1 millón de dólares y pueden recibir una sentencia de hasta 10 años de cárcel por conocer las violaciones a la ley y 20 años por violaciones deliberadas. Además, si se requiere que una compañía actualice sus estados contables a causa de conducta fraudulenta, sus ejecutivos pueden ser obligados a perder el derecho a los premios y beneficios obtenidos por vender las acciones de la compañía. Estas condiciones limitan el riesgo de notificación incompleta, porque proporcionan incentivos sustanciales para que los ejecutivos hagan una nueva presentación de los estados contables cuando éstos fueron engañosos. Más aún, como esta medida implican la autoidentificación de los ejecutivos que engañaron a los inversores, existe poco riesgo de sobrenotificación.¹⁴

Variables independientes

Medimos la actividad política por la cantidad de dólares (en miles de dólares) con que las compañías matrices y sus subsidiarias contribuyeron a los Comités de Acción Política. Obtuvimos estos datos de Open Secrets, que recopila las contribuciones de los PAC de las corporaciones a partir de datos obtenidos en la Comisión Electoral Federal.

Los datos sobre la estructura de las corporaciones provienen de diferentes fuentes. Utilizamos una variable *dummy* para indicar si una corporación tenía un formato de subsidiaria de estratos múltiples (es decir, un formato corporativo con una compañía matriz en la cima de la jerarquía corporativa, que funciona como una compañía de gestión financiera con dos o más niveles de corporaciones subsidiarias legalmente separadas, insertas en ésta). Se cuantificaron como formato de subsidiaria de estratos múltiples los casos en los que había una o más corporaciones subsidiarias locales en el segundo nivel. Todas las corporaciones con subsidiarias de segundo nivel tenían al menos una subsidiaria de primer nivel. Esta operacionalización capta dos características destacadas del formato de subsidiaria de estratos múltiples: subsidiarias múltiples y subsidiarias de niveles múltiples. Una variable *dummy* indica si una corporación fue una subsidiaria en algún momento del período del estudio. Obtuvimos estos datos de Dun & Bradstreet (1995 a 2004), el SEC y sitios corporativos de Internet.

Las mediciones de las características financieras de las corporaciones provinieron de Compustat. Medimos el crecimiento como el cambio porcentual en los activos totales desde el año anterior. La tasa de rendimiento del capital accionario (es decir, ganancias) es la tasa

porcentual de rendimiento. Medimos el cambio en el precio de las acciones ordinarias por acción como el cambio porcentual al final del año, tomando como referencia el precio de cierre del año anterior. Las utilidades por acción se miden antes de los rubros extraordinarios y las operaciones discontinuadas. Contabilizamos la cantidad de fusiones y adquisiciones en que participó una corporación cada año. Estos datos fueron proporcionados por la firma Securities Data Company.

Incluimos diversas variables para controlar por los efectos de las características de la corporación que los investigadores consideran relevantes para comprender los delitos “de cuello blanco”. Por ejemplo, los estudios previos plantean que la dependencia del capital de los bancos tiene efectos sobre el comportamiento de las corporaciones (Prechel 2000). Incluimos el tamaño como un control, porque las investigaciones proponen que es más probable que las organizaciones grandes se involucren en actividades ilegales (Clinard y Yeager 1980; Grant et al. 2002) y que las actividades ilegales se alientan o disculpan en las grandes corporaciones porque sus jerarquías gerenciales más altas distancian a los altos ejecutivos de los actos ilícitos (Tillman y Pontell 1995). Incluimos la antigüedad como una variable de control, porque las investigaciones plantean que es más probable que las corporaciones más jóvenes cometan fraude financiero (Crutchley, Jensen y Marshall 2007). Utilizamos la cantidad de divisiones de cada corporación para controlar por el uso de las corporaciones del formato de divisiones múltiples (obtuvimos estos datos de Dun & Bradstreet). Medimos el tamaño por los activos totales y la dependencia del capital de los bancos con deudas a largo plazo como porcentual de los activos (datos obtenidos de Compustat). Medimos la antigüedad según el año de fundación (datos de Dun & Bradstreet y sitios de Internet corporativos).

También incluimos controles para los sectores industriales que experimentaron un crecimiento rápido, porque esto crea las oportunidades para involucrarse en fraude y corrupción (Clinard y Yeager 1980; Tillman e Indergaard 2007; Tillman y Pontell 1995). Dichos sectores incluyen las finanzas, los seguros y los bienes raíces (denominados sectores FIRE en inglés) y las compañías de la Nueva Economía (es decir, energía, telecomunicaciones, información y procesamiento de la información). Utilizamos los códigos de la clasificación de sectores industriales estándar (SIC, por sus siglas en inglés) para controlar por las corporaciones en estos sectores económicos.

Estimación

Utilizamos un modelo lineal generalizado con una distribución binomial y una función de vínculo logit para el análisis de los datos. Retrasamos el efecto de la variable independiente sobre la variable dependiente en un año para eliminar el sesgo de simultaneidad. El efecto de causas en general ocurre inmediatamente en las grandes corporaciones. Los gerentes deben reconocer que un problema es suficientemente serio, desarrollar una estrategia y ponerla en práctica antes de que el cambio real se produzca. Más aún, las decisiones de participar en actos financieros ilícitos raramente se basan en un acontecimiento único, porque no es probable que las corporaciones asuman el riesgo de falsificar los estados contables a menos que el problema sea lo suficientemente serio. Nuestros datos abarcan desde 1994 hasta 2004, con un retraso de un año (es decir, nuestras variables independientes empiezan en 1994 y la variable dependiente termina en 2004).¹⁵ De manera que analizamos el evento de actualización durante un período de 10 años, entre 1995 y 2004.

RESULTADOS

Poco después de que el Congreso aprobara la Ley Sarbanes-Oxely, las actualizaciones contables de las corporaciones crecieron sustancialmente. En tanto que la cantidad de corporaciones que figuraban en los listados de la Bolsa de Nueva York disminuyó entre 1998 y 2002, la cantidad

de corporaciones que actualizaron sus estados contables aumentó de 83 en 1997 a 220 en los primeros seis meses de 2002. Un total de 845 compañías actualizaron sus estados contables entre 1997 y 2002 (U.S. GAO 2002). Más aún, entre 2002 y 2005, el 16% de las compañías que figuran en las listas de los tres mercados bursátiles más importantes anunciaron actualizaciones (Tillman e Indergaard 2007).

En la Tabla 1 se presentan las estadísticas descriptivas. Como analizamos un conjunto de datos de panel, la unidad de análisis de este estudio es el año/compañía. Las estadísticas descriptivas son para los 3.955 años/compañía incluidos en el análisis final; el 4,9% de los años/compañía comprende datos contables actualizados. Aunque dicho porcentaje es relativamente bajo, la cantidad total de compañías que realizaron actualizaciones durante el período del estudio es importante (21%). Es más, como el grupo de nuestra investigación consiste en las corporaciones más grandes de los Estados Unidos, representa una cantidad significativa de las acciones comercializadas públicamente. Por lo tanto, el impacto potencial de los estados contables inexactos de estas corporaciones es considerable.

El rendimiento medio del capital accionario es de 11,32 dólares, las utilidades medias por acción son de 6,19 dólares y el cambio promedio anual en el precio de las acciones es de 62,34%. La cantidad media de fusiones y adquisiciones es 1,52; el cambio promedio anual en el crecimiento de los activos es del 17,8% y la contribución media de los PAC es de 47.433 dólares. Finalmente, en casi el 80% de los casos el formato de organización es de subsidiaria de estratos múltiples (79,3%) y el 11% de los casos fueron subsidiarias en algún momento durante el período del estudio.

La Tabla 2 presenta los resultados del análisis multivariado. Los coeficientes en la Tabla 2 representan los coeficientes de regresión logística exponenciados, una transformación que permite estudiar el cambio de factor en las probabilidades de que ocurra un evento. Se espera que cada cambio de una unidad en x_k lleve a un cambio en las probabilidades por un factor de $\exp(\beta_k)$, manteniendo el resto de las variables constantes. Estos coeficientes pueden usarse para computar el porcentaje de cambio en las probabilidades de la ocurrencia de un evento al computar $100[\exp(\beta_k) - 1]$, que representa el porcentaje de cambio en las probabilidades para cada cambio en una unidad en x_k , manteniendo todas las otras variables constantes (Long 1997). Esta es la interpretación que utilizamos en los resultados.¹⁶

El Modelo 1 incluye sólo las variables de control (es decir, activos, antigüedad, divisiones, deuda a largo plazo, y sectores FIRE y de la Nueva Economía). La deuda a largo plazo tiene un impacto negativo estadísticamente significativo sobre las probabilidades de actualización y las corporaciones de los sectores de telecomunicaciones y procesamiento de la información son más propensas a actualizar sus estados contables que las corporaciones de otros sectores de la economía.

El Modelo 2 agrega tres variables de dependencia del capital: la medida estándar para la dependencia del capital, el rendimiento sobre el capital accionario y dos medidas de la dependencia del capital de los accionistas, las utilidades por acción y el cambio en el precio de las acciones. Las utilidades por acción tienen un impacto negativo estadísticamente significativo sobre las probabilidades de actualización, lo que brinda apoyo a la hipótesis 2. El rendimiento sobre el capital accionario y el cambio anual del precio de la acción no son estadísticamente significativos. Los controles por las industrias de telecomunicaciones y procesamiento de la información siguen siendo estadísticamente significativos; la deuda ya no es estadísticamente significativa. Esto coincide con nuestra teoría de la estructura organizativo-política y la contextualización histórica, que plantea que el financiamiento de la deuda fue menos importante durante el período de nuestro estudio porque los gerentes financieros usaron más el financiamiento del capital accionario.

El Modelo 3 agrega variables que proporcionan incentivos a los gerentes para aumentar el valor para los accionistas: fusiones y adquisiciones, y crecimiento. Ambas variables son estadísticamente significativas y están positivamente relacionadas con las probabilidades de actualización, lo que brinda sustento a las hipótesis 4 y 5. El cambio en el precio de la acción tiene un impacto negativo sobre las probabilidades de actualización, lo que brinda sustento a la hipótesis 3. Como en los dos modelos anteriores, las corporaciones en los sectores de telecomunicaciones y procesamiento de la información son más propensas a presentar actualizaciones que las corporaciones pertenecientes a otros sectores de la industria.

El Modelo 4 agrega variables para evaluar el impacto de las oportunidades de la gerencia para cometer actos financieros ilícitos a través de las estructuras organizativas y políticas (formato de subsidiaria de estratos múltiples, subsidiaria y contribuciones del PAC controladas por la FEC). Las variables agregadas a este modelo son todas estadísticamente significativas. La estructura corporativa tiene un efecto importante sobre las probabilidades de que una corporación presente una actualización contable. Si la estructura es de subsidiaria de estratos múltiples, el riesgo de presentar una actualización del estado contable aumenta más de un 100% (112,9%), lo que brinda sustento a la hipótesis 6. Esto significa que las corporaciones estructuradas según un formato de subsidiaria de estratos múltiples son dos veces más propensas a actualizar sus datos contables que otras corporaciones. También, la estructura de subsidiaria aumenta la probabilidad de actualizar un estado contable en más de un 50% (58,3%), lo que brinda sustento a la hipótesis 7. Esto sugiere que el hecho de tener la estructura de subsidiaria de estratos múltiples o de subsidiaria brinda oportunidades para cometer actos financieros ilícitos, que no tienen las corporaciones estructuradas de otro modo.

Las contribuciones del PAC también tienen un efecto positivo sobre las probabilidades de actualización, lo que brinda sustento a la hipótesis 8. Por cada 1.000 dólares de aumento en las contribuciones del PAC, las probabilidades de actualización aumentan un 0,2% y por cada 10.000 dólares de aumento en las contribuciones del PAC, las probabilidades aumentan un 2%. Dado que algunas empresas no tienen PAC y en cambio otras contribuyen a través de los PAC con hasta con 890.000 dólares, las corporaciones de alta gama de la escala tienen un efecto importante.

Las variables de incentivos, fusiones y adquisiciones, y crecimiento siguen teniendo un efecto positivo estadísticamente significativo sobre las probabilidades de que una corporación presente una actualización contable, lo que brinda sustento a las hipótesis 4 y 5. Las probabilidades de actualización aumentan un 4,4% por cada unidad de aumento en la cantidad de fusiones y adquisiciones que lleva a cabo una empresa. Asimismo, cada porcentaje de aumento en el crecimiento de los activos aumenta las probabilidades de actualizaciones en un 0,3%. Las utilidades por acción siguen teniendo un impacto negativo estadísticamente significativo sobre las probabilidades de actualización, lo que brinda sustento a la hipótesis 2. Las probabilidades de actualización disminuyen un 5,9% por cada dólar de aumento en utilidades por acción.

Después de ingresar las variables de incentivos y oportunidades en el modelo, sólo la variable del sector de tecnología de la información sigue teniendo efecto estadísticamente significativo sobre las probabilidades de actualización. Éste resultado es importante por dos razones. En primer término, sugiere que con esta excepción, las características de las corporaciones explican más sobre su comportamiento que las características del sector de la industria. En segundo término, sugiere que los actos financieros ilícitos fueron una causa de la burbuja de las empresas puntocom en la década de 1990. Más aún, como en el Modelo 2, las variables control y una variable de dependencia del capital, el rendimiento del capital accionario, no son estadísticamente significativas. En nuestro análisis, el tamaño y la antigüedad no son determinantes importantes de los actos financieros ilícitos. Esto puede deberse a que todas las

compañías consideradas en este análisis son grandes. Aunque existe importante variación en estas empresas, puede no ser suficiente para afectar la tasa de actos financieros ilícitos. La falta de significación estadística de la antigüedad contrasta con estudios previos que postulan que las empresas más jóvenes son más proclives a los actos ilícitos. Aunque la antigüedad de estas compañías varía, tienden a ser más antiguas, lo que puede explicar la falta de significación estadística de esta variable. La falta de significación estadística de las divisiones muestra que las variables de estructura subsidiaria tienen efectos importantes, mientras se controle por el formato de división múltiple que algunas corporaciones siguen utilizando.

CONCLUSIONES

Este análisis brinda sustento a la teoría de la estructura organizativo-política. Encontramos que las estructuras de las corporaciones y del Estado autorizadas en las décadas de 1980 y de 1990 crearon dependencias, incentivos y oportunidades para que los gerentes se involucraran en actos financieros ilícitos. La Ley de Reforma Impositiva de 1986 hizo factible el formato de subsidiaria de estratos múltiples; así, los cambios subsecuentes de políticas públicas y las estructuras estatales crearon las oportunidades para formar corporaciones grandes y complejas, que consistían en una red de corporaciones subsidiarias organizadas bajo una compañía matriz única. Estas estructuras permitieron que los gerentes se involucraran en actos financieros ilícitos y los ocultaran.

La creación de estas corporaciones gigantes requirió enormes sumas de capital, muchas de las cuales se obtuvieron con emisiones de acciones y bonos en las subsidiarias. Aun cuando este formato corporativo permitió que las gerencias utilizaran más el financiamiento del capital accionario, esto no redujo la dependencia del capital. En cambio, el financiamiento del capital accionario hizo que las gerencias fueran más dependientes de los grandes inversores que compraban valores corporativos, lo que, en cierto modo, los volvió más vulnerables a las influencias externas: el crecimiento continuo dependía del continuo ascenso del valor de las acciones, para satisfacer a los grandes inversores. El problema de los incentivos se agravó con el uso creciente de las opciones de compra de acciones como forma de compensación para los ejecutivos. Cuando los gerentes tienen opciones de compra de acciones, y se benefician con los mayores valores de las acciones, tienen mayores incentivos para tergiversar los estados contables de las corporaciones.

Mientras estas políticas públicas creaban dependencias, incentivos y oportunidades para que los gerentes se involucraran en la toma de riesgos, la Ley de Modernización del Mercado de Futuros de Materias Primas, de 2000, creó las oportunidades para que los gerentes transfirieran gran parte del riesgo a inversores desprevenidos, utilizando instrumentos financieros complejos en el mercado no regulado de capitales. Estas políticas públicas estuvieron seguidas por un explosivo crecimiento del “crédito basado en el mercado”, en el que los bancos siguieron dando créditos, pero se les permitió vender deuda utilizando instrumentos financieros complejos (por ejemplo, obligaciones derivadas y obligaciones de deuda garantizadas). Frecuentemente, los inversores desconocían el riesgo que conllevaban estos instrumentos financieros. Existe asimetría en la información en la medida en que estas transacciones son bilaterales y privadas, pues no se requiere que pasen por una cámara compensadora (por ejemplo, la bolsa de valores).

El poder y la autonomía de las gerencias en esta estructura social se debió a (1) la flexibilidad financiera y organizativa del formato de subsidiaria de estratos múltiples; (2) la asimetría en la información entre las gerencias y la mayoría de los inversores; (3) la posición de autoridad de los gerentes en la jerarquía corporativa, que brinda oportunidades para crear vínculos en red con otros gerentes dentro y fuera de la corporación; (4) la emergencia de estructuras sociales que permiten transferencias de capital ocultas para los organismos de supervisión y el público inversor y (5) la falta de control regulatorio. Estas estructuras organizativas y políticas tienen

implicancias importantes para la sociedad, porque crean incentivos y oportunidades para que la clase gerencial aproveche ilegítimamente la información con el fin de aumentar las valuaciones de las acciones. Al hacerlo, ganan (1) beneficios en recursos directos como promociones y aumentos de salarios y (2) beneficios en recursos indirectos como el aumento del valor de sus opciones de compra de acciones a expensas del público inversor.

Este poder de la clase gerencial se encuentra en un punto histórico alto, porque existe un desequilibrio de poder entre las corporaciones y el Estado. Este desequilibrio se debe a la presión política corporativa continua sobre la rama ejecutiva, el Congreso y el poder judicial, para reestructurar la política pública de manera de aumentar la flexibilidad financiera de las corporaciones y permitir un mayor uso del formato de subsidiarias de estratos múltiples para instrumentar estrategias de financiamiento. La inmersión del formato de subsidiaria de estratos múltiples en las estructuras estatales emergentes permite que los gerentes realicen transferencias de capital no reguladas entre entidades corporativas legalmente independientes. Estas estructuras estatales también permiten la expansión de los mercados OTC de derivados (por ejemplo, energía e hipotecas), que posibilita que los gerentes realicen transferencias de capital no reguladas entre empresas. Según cuál sea el financiamiento del capital (por ejemplo, acciones), estas disposiciones estructuran los motivos y acciones de los gerentes para aumentar el valor de los títulos de los accionistas. En ausencia de un poder que contrarreste esto (es decir, estructuras regulatorias estatales), estos actores sociales buscan estrategias de financiamiento que aprovechen las asimetrías en la información y logren zanjar los agujeros estructurales para anticipar el valor de los títulos de los accionistas a corto plazo, lo que, en muchos casos, infla los balances de las corporaciones.

En ciertos sentidos, las estructuras políticas y corporativas contemporáneas tienen características comunes con las que existían a fines del siglo XIX y comienzos del siglo XX. Los “hombres de negocios predatorios” hicieron amplio uso de la estructura subsidiaria de la sociedad de inversiones para mejorar sus intereses económicos, después de que las leyes estatales de constitución de sociedades permitieran dicho uso en las décadas de 1880 y 1890 (Veblen [1923] 1967); en la década de 1920, los dueños y gerentes utilizaron este formato corporativo para involucrarse en actos financieros ilícitos (Berle y Means ([1932] 1991). Sin embargo, existen diferencias importantes entre estos períodos históricos. A diferencia de lo que sucedía a comienzos del siglo XX, las tecnologías contemporáneas de procesamiento de la información y los instrumentos financieros proporcionan más oportunidades para que las gerencias corporativas engañen al público inversor. Más aún, una parte mucho mayor del público es dueña de valores corporativos, ya sea directa o indirectamente, a través de fondos comunes de inversión. Por lo tanto, las condiciones actuales ponen en riesgo financiero a un sector mucho mayor de la población.

Estos resultados tienen importantes implicancias para la política pública. El análisis muestra que las dependencias, incentivos y oportunidades en las estructuras corporativas y estatales imperantes explican los actos financieros ilícitos. Esta evidencia allana el camino para realizar un cambio en la política pública y alejarse del fundamentalismo del mercado. Aunque siempre existen incentivos para tergiversar los estados contables de las corporaciones, la confianza extrema en las soluciones del mercado y en las consiguientes estructuras corporativas y estatales existentes a fines del siglo XX aumenta la autonomía de los gerentes, las asimetrías en la información y los agujeros estructurales, lo que crea oportunidades para que los gerentes inflen los balances de las corporaciones. Es preciso aprobar leyes y estructuras de aplicación que aumenten la transparencia de las transferencias de capital entre las compañías matrices y sus entidades corporativas y entre corporaciones. Además, hay que aprobar políticas públicas que establezcan normas rigurosas para determinar riesgos financieros y el valor de los activos de las corporaciones. Se necesitan intervenciones de este tipo para recrear un equilibrio entre el poder del Estado y el poder de las corporaciones, de manera de limitar el poder de los gerentes. Estas

intervenciones deben establecer límites a los gerentes para que éstos no puedan externalizar el costo de su oportunismo y de los actos financieros ilícitos a la sociedad, para aumentar la protección a los inversores, especialmente los pequeños, que son más vulnerables a las consecuencias de la asimetría en la información, y para reducir la probabilidad de futuras crisis. Este cambio en la política pública es un paso importante hacia la creación de las estructuras organizativas y políticas necesarias para restaurar la estabilidad de la economía y el mercado y para facilitar un período de desarrollo económico estable.

Agradecimientos

Los autores agradecen a la Mays Business School de la Texas A&M University por el permiso para acceder a su cuenta del Wharton Research Data Services con el fin de recolectar datos sobre las características de las corporaciones. Agradecemos a los siguientes estudiantes por su ayuda en la recolección de datos: Rachel Walden, estudiante de posgrado de la Texas A&M; Katherine McInerney, Ashley Plosky y Megan Shapleigh, estudiantes del Trinity College y Monica Diaz, Jennifer Harvey, Leslie Herbst y Jessica Spitzer, estudiantes de la Texas A&M. Además, los autores agradecen a Robert Antonio, David Willer, Charles Perrow, Peter Yeager, revisores y editores de la *ASR*, por sus valiosos comentarios y sugerencias sobre las versiones anteriores de este artículo y a Mara Grynawski por la corrección. Una versión anterior de este artículo se presentó en el Encuentro Anual de la American Sociological Association de 2008.

Financiamiento

Esta investigación se realizó con fondos de un subsidio de colaboración a la Texas A&M University (SES-0351496) y al Trinity College (SES-0351423) otorgado por la National Science Foundation, y un subsidio a la Texas A&M University (SES-0456113).

Notas

1. Si bien las corporaciones constituyen la unidad de análisis, no es posible separarlas de los seres conscientes que toman las decisiones que contribuyen colectivamente al comportamiento corporativo. Incluso los gerentes sin poder suficiente para involucrarse directamente en actos financieros ilícitos están insertos en estructuras sociales que proporcionan incentivos para disculparlos.
2. La Comisión de Valores de los Estados Unidos (SEC) y el Consejo de Normas sobre Contabilidad Financiera (FASB) intentaron imponer límites a las opciones de compra de acciones pero, en respuesta a la coacción ejercida por los grupos de presión de las corporaciones, el Congreso aprobó una resolución que restringía esa posibilidad.
3. Este razonamiento supone que los planes de trabajo de los gerentes, como por ejemplo aumentar el tamaño de una corporación, entran en conflicto con el plan de los accionistas de maximizar los valores de las acciones.
4. Un revisor del artículo sugirió que el formato de subsidiaria de estratos múltiples es similar a la concepción de modularidad en el análisis de las organizaciones (Schilling y Steensma 2001). Sin embargo, las concepciones de modularidad no comprenden los derechos de propiedad. Esto es de fundamental importancia, porque las firmas con dueños independientes tienen un grado mucho mayor de autonomía respecto de los otros miembros del módulo, que la que tienen las subsidiarias respecto de la compañía matriz.
5. Los montos son en dólares de 2003, ajustados por inflación.

6. En 2000, la especulación financiera y la sobrevaluación accionaria se generalizó de tal manera en las subsidiarias de estratos múltiples, que algunos investigadores cuestionaron la capacidad de inmersión de las corporaciones para imponer disposiciones político-legales “que impidan acontecimientos similares a los que precedieron el derrumbe del mercado accionario en las décadas de 1920 y 1930” (Prechel 2000:265; véase también Prechel 2003).

7. Glass-Steagall, una disposición de la Ley de Bancos de 1933, separaba las actividades financieras entre bancos comerciales y de inversión. Con la Ley Federal de Compañías Tenedoras de Acciones Bancarias de 1956, esta legislación estableció barreras a las fusiones de bancos y compañías de seguros.

8. El lobby corporativo sostenía que los conglomerados financieros podían crear “murallas chinas” efectivas entre las entidades corporativas, para asegurar que la información relacionada con la toma de decisiones no se transfiriera entre subsidiarias con conflictos de intereses.

9. Durante esta campaña, las compañías financieras contribuyeron con 6,7 millones de dólares a los candidatos políticos. Solamente Enron gastó casi 2 millones de dólares en ejercer presión sobre funcionarios del gobierno para permitir la comercialización de energía en mercados no regulados (Fox 2003).

10. Estas hipótesis se desarrollan en torno de la variable dependiente “acto financiero ilícito”, un tipo único de acto ilícito; otras formas de actos ilícitos corporativos pueden reflejar diferentes procesos causales y relaciones con el entorno político-económico.

11. Entre enero de 1997 y marzo de 2002 solamente, las actualizaciones contables de las corporaciones dieron como resultado pérdidas de aproximadamente 100 mil millones de dólares en capitalización bursátil (U.S. GAO 2002). El sector gerencial se benefició sustancialmente con los estados contables engañosos. Por ejemplo, los directores de finanzas de WorldCom se llevaron aproximadamente 35 millones de dólares de las ventas de acciones, antes de que los actos financieros ilícitos de la corporación tomaran estado público (*The Economist* 2002).

12. A modo de ilustración, los préstamos de bancos comerciales como una fuente de financiamiento de la deuda corporativa eran aproximadamente el 20,5% en 1980 y siguieron en ese nivel hasta 1986, el mismo año en que el Congreso aprobó la legislación que permitía el formato de subsidiaria de estratos múltiples. El financiamiento de la deuda corporativa empezó a declinar en 1987; para 1994, los préstamos de los bancos comerciales representaban sólo el 14,5% de la deuda no vinculada a hipotecas en las corporaciones no financieras (James y Houston 1996).

13. Los funcionarios electos y los organismos de supervisión hicieron poco para limitar el uso de las entidades fuera del balance en la era post Enron. El informe de un auditor de un tribunal de bancarrotas de los Estados Unidos concluyó, por ejemplo, que antes de la bancarrota de Lehman Brothers en 2008 -la quiebra bancaria más grande de la historia de los Estados Unidos, que inició la peor crisis financiera desde la Gran Depresión- las gerencias utilizaban los “mecanismos de fuera del balance” para “crear una imagen materialmente engañosa de la condición financiera de la empresa” temporalmente, al eliminar 38,6 mil millones de dólares de su balance al final de cuarto trimestre de 2007 y 49,1 y 50,38 mil millones de dólares en el primero y segundo trimestre de 2008, respectivamente (Valukas 2010:732-33).

14. Dados los incentivos y las oportunidades para que los ejecutivos actualicen datos sin sanciones, suponemos que existen pocos casos en los que no se hayan actualizado estados contables engañosos. Sin embargo, no podemos verificar esta presunción en nuestro análisis y reconocemos esta limitación.

15. Uno de los revisores del artículo sugirió que lleváramos a cabo un análisis de tendencia. Sin embargo, nuestro interés era analizar lo que sucedió durante este período histórico singular, caracterizado por la desregulación, no si existió una tendencia durante ese lapso. Es más, para modelar adecuadamente las tendencias se requieren series de tiempo más largas que la presente (McClearly y Hay 1980). Sería interesante investigar una medida de tendencia de las variables independientes que incluyera el período de disposiciones político-legales neoliberales insertas, pero ese análisis excede el alcance de este artículo.

16. Llevamos a cabo un análisis de valores atípicos (*outliers*) y encontramos, utilizando medidas D de Cook que ninguna de las observaciones ejercen influencia importante sobre los coeficientes calculados.

References

- Abbott, Andrew. 1997. "On the Concept of Turning Point." *Comparative Social Research* 16:85–106.
- Baucus, Melissa and Janet Near. 1991. "Can Illegal Corporate Behavior Be Predicted: An Event History Analysis." *Academy of Management Journal* 34:9–36.
- Berle, Adolph and Gardiner Means. [1932] 1991. *The Modern Corporation and Private Property*. New Brunswick, NJ: Transaction Publishers.
- Boies, John and Harland Prechel. 2002. "Capital Dependence, Business Political Behavior, and Change to the Multilayered Subsidiary Form." *Social Problems* 49:301–326.
- Burawoy, Michael. 2004. "2004 ASA Presidential Address: For Public Sociology." *American Sociological Review* 70:4–28.
- Burt, Ronald. 1992. *Structural Holes*. Cambridge, MA: Harvard University Press.
- Chandler, Alfred. 1962. *Strategy and Structure*. Cambridge, MA: The MIT Press.
- Clawson, Dan, Alan Neustadtl, and Denise Scott. 1992. *Money Talks*. New York: Basic Books.
- Clinard, Marshall and Peter Yeager. 1980. *Corporate Crime*. New York: The Free Press.
- Coleman, James. 1988. "Social Capital in the Creation of Human Capital." *American Journal of Sociology* 94:S95–S121.
- Congressional Quarterly Weekly*. 1995, June 24. "Banking: Provisions of Bank Bill." Washington, DC: Congressional Quarterly Press.
- Corra, Mamadi and David Willer. 2002. "The Gatekeepers." *Sociological Theory* 22:180–207.
- Counterparty Risk Management Policy Group III. 2008, August 6. "Containing Systemic Risk." The Counterparty Risk Management Policy Group.
- Crutchely, Claire, Marlin Jensen, and Beverly Marshall. 2007. "Climate for Scandal: Corporate Environments that Contribute to Accounting Fraud." *The Financial Review* 42:53–73.

- Davis, Gerald, Kristina Diekmann, and Catherine Tinsley. 1994. "The Decline and Fall of the Conglomerate Firm in the 1980s." *American Sociological Review* 59:547–70.
- Dun & Bradstreet. 1995 to 2004. *America's Corporate Families*. Parsippany, NJ: Dun & Bradstreet.
- The Economist*. 2002. "Corporate America's Woes, Continued." November 30.
- Fortune*. 2002, April 15. "Fortune 500 List." New York: Time Inc.
- Fox, Loren. 2003. *Enron: The Rise and Fall*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons.
- Granovetter, Mark. 1973. "The Strength of Weak Ties." *American Journal of Sociology* 78:1360–80.
- Grant, Don, Andrew Jones, and Albert Bergesen. 2002. "Organizational Size and Pollution." *American Sociological Review* 67:389–408.
- Hernes, Gudmund. 1976. "Structural Change in Social Process." *American Journal of Sociology* 82:513–47.
- Isaac, Larry W. and Larry J. Griffin. 1989. "Ahistoricism in Time-Series Analyses of Historical Process." *American Sociological Review* 54:873–90.
- James, Christopher and Joel Houston. 1996. "Evolution of Extinction: Where are Banks Headed?" *Journal of Applied Corporate Finance* 9:8–23.
- Jones, Ashby. 2006. "The Evidence against Ken Lay and Jeff Skilling." *Wall Street Journal*, April 10.
- Krier, Dan. 2005. *Speculative Management*. Albany, NY: State University of New York Press.
- Lewellen, Wilbur. 1971. *The Ownership Income of Management*. New York: National Bureau of Economic Research.
- Long, Scott. 1997. *Regression Models for Categorical and Limited Dependent Variables*. Thousand Oaks, CA: Sage Publications.
- McCleary, Richard and Richard A. Hay. 1980. *Applied Time Series Analysis for the Social Sciences*. Beverly Hills, CA: Sage.
- McLean, Bethany and Peter Elkind. 2003. *The Smartest Guys in the Room*. New York: Fortune.
- Mizruchi, Mark and Linda Stearns. 1994. "A Longitudinal Study of Borrowing by Large Corporations." *Administrative Science Quarterly* 39:118–40.
- Oxford. 2006. *Dictionary of Business and Management*. New York: Oxford University Press.
- Palmer, Donald, P. Devereaux Jennings, and Xueguong Zhou. 1993. "Late Adopting of the Multidivisional Form by Large Corporations." *Administrative Science Quarterly* 38:100–131.
- Pfeffer, Jeffrey and Gerald Salancik. 1978. *The External Control of Organizations*. New York: Harper & Row.

- Polanyi, Karl. [1944] 2001. *The Great Transformation: The Political and Economic Origins of Our Time*. Boston, MA: Beacon Press.
- Prechel, Harland. 1990. "Steel and the State." *American Sociological Review* 55:648–68.
- . 2000. *Big Business and the State: Historical Transitions and Corporate Transformation, 1880s–1990s*. Albany, NY: State University of New York.
- . 2003. "Historical Contingency Theory, Policy Paradigm Shifts, and Corporate Malfeasance at the Turn of the 21st Century." *Research in Political Sociology* 14:311–40.
- Prechel, Harland and John Boies. 1998. "Capital Dependence, Financial Risk, and Change from the Multidivisional to the Multilayered Subsidiary Form." *Sociological Forum* 67:151–74.
- Prechel, Harland, Theresa Morris, Tim Woods, and Rachel Walden. 2008. "Corporate Diversification Revisited: The Political-Legal Environment, the Multilayer-Subsidiary Form and Mergers and Acquisitions." *The Sociological Quarterly* 49:849–78.
- Ruggie, John. 1982. "International Regimes, Transactions, and Change: Embedded Liberalism in the Postwar Economic Order." *International Organization* 36:379–415.
- Schilling, Melissa and Kevin Steensma. 2001. "The Use of Modular Organizational Forms." *Academy of Management Journal* 44:1149–69.
- Simpson, Sally. 1986. "The Decomposition of Antitrust." *American Sociological Review* 51:859–75.
- Stiglitz, Joseph. 2002. *Globalization and Its Discontents*. New York: W.W. Norton & Company.
- Sutherland, Edwin. 1949. *White-Collar Crime*. New York: Dryden.
- Tillman, Robert and Michael Indergaard. 2007. "Control Overrides in Financial Statement Fraud." Report to the Institute for Fraud Prevention.
- Tillman, Robert and Henry Pontell. 1995. "Organizations and Fraud in the Savings and Loan Industry." *Social Forces* 73:1439–63.
- U. S. Congress. 1991. "Hearing: Securities Investors Legal Rights." Committee on Energy and Commerce, House, November 21.
- . 1994. "Hearing: Abandonment of the Private Right of Action for Aiding and Abetting Securities Fraud/Staff Report on Private Securities Litigation." Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, Senate, May 12.
- . 2002. "How Lax Regulation and Inadequate Oversight Contributed to the Enron Collapse." House of Representatives, Minority Staff, Committee on Government Reform, 107th Congress, February.
- U.S. General Accounting Office (GAO). 2002. "Financial Statement Restatements." Washington, DC: United States Government.

Useem, Michael. 1996. *Investor Capitalism*. New York: Basic Books.

Valukas, Anton. 2010. United Bankruptcy Court Southern District of New York, In re Lehman Brothers Holdings Inc., et al., Chapter 11 Case No. 08-13555, March 11, 2010.

Veblen, Thorstein. [1923] 1967. *Absentee Ownership*. Boston, MA: Beacon Press.

Weber, Max. 1978. *Economy and Society*. Berkeley, CA: University of California Press.

Yeager, Peter. 1991. *The Limits of the Law*. New York: Cambridge University Press.

Zald, Mayer. 1970. "Political Economy: A Framework for Comparative Analysis." Pp. 221–61 in *Power in Organizations*, edited by M. Zald. Nashville, TN: Vanderbilt University Press.

Zeitlin, Maurice. 1974. "Corporate Ownership and Control." *American Journal of Sociology* 70:1073–1119.

Harland Prechel es Profesor de Sociología en la Texas A&M University. Sus investigaciones están dedicadas a las relaciones entre las corporaciones y sus entornos políticos y económicos, con especial énfasis en cómo las condiciones históricas estructuran las motivaciones y acciones de los actores corporativos. Su libro *Big Business and the State* estudia los efectos de las condiciones históricas sobre el comportamiento político de las corporaciones y el cambio en las organizaciones desde 1880 hasta la década de 1990. Sus artículos han aparecido en la *American Sociological Review* y en otras publicaciones periódicas. Su investigación actual estudia cómo las disposiciones político-legales y las estructuras corporativas afectan la contaminación ambiental y las artimañas y actos ilícitos de las corporaciones financieras. Está escribiendo un libro sobre las causas sociales estructurales que subyacen a los actos financieros ilícitos, con especial énfasis en los sectores energético y financiero.

Theresa Morris es Profesora Adjunta de Sociología y Jefa de Departamento en el Trinity College en Hartford, CT. En su investigación ha estudiado cómo el cambio en las organizaciones, el comportamiento y las decisiones están influenciados por los contextos legales, políticos y económicos. Ha publicado una serie de artículos sobre el cambio en las organizaciones del sector bancario en los Estados Unidos, las estrategias de diversificación de las corporaciones estadounidenses, y la política comercial de los Estados Unidos en publicaciones periódicas como *Sociological Forum*, *Sociological Quarterly*, *Research in Political Sociology*, y *Humanity and Society*. Su última investigación estudia cómo los procesos y estructuras de las organizaciones, las tendencias políticas y legales y las representaciones de los medios de comunicación afectan las experiencias de parto de las mujeres.

Table 1.
Descriptive Statistics

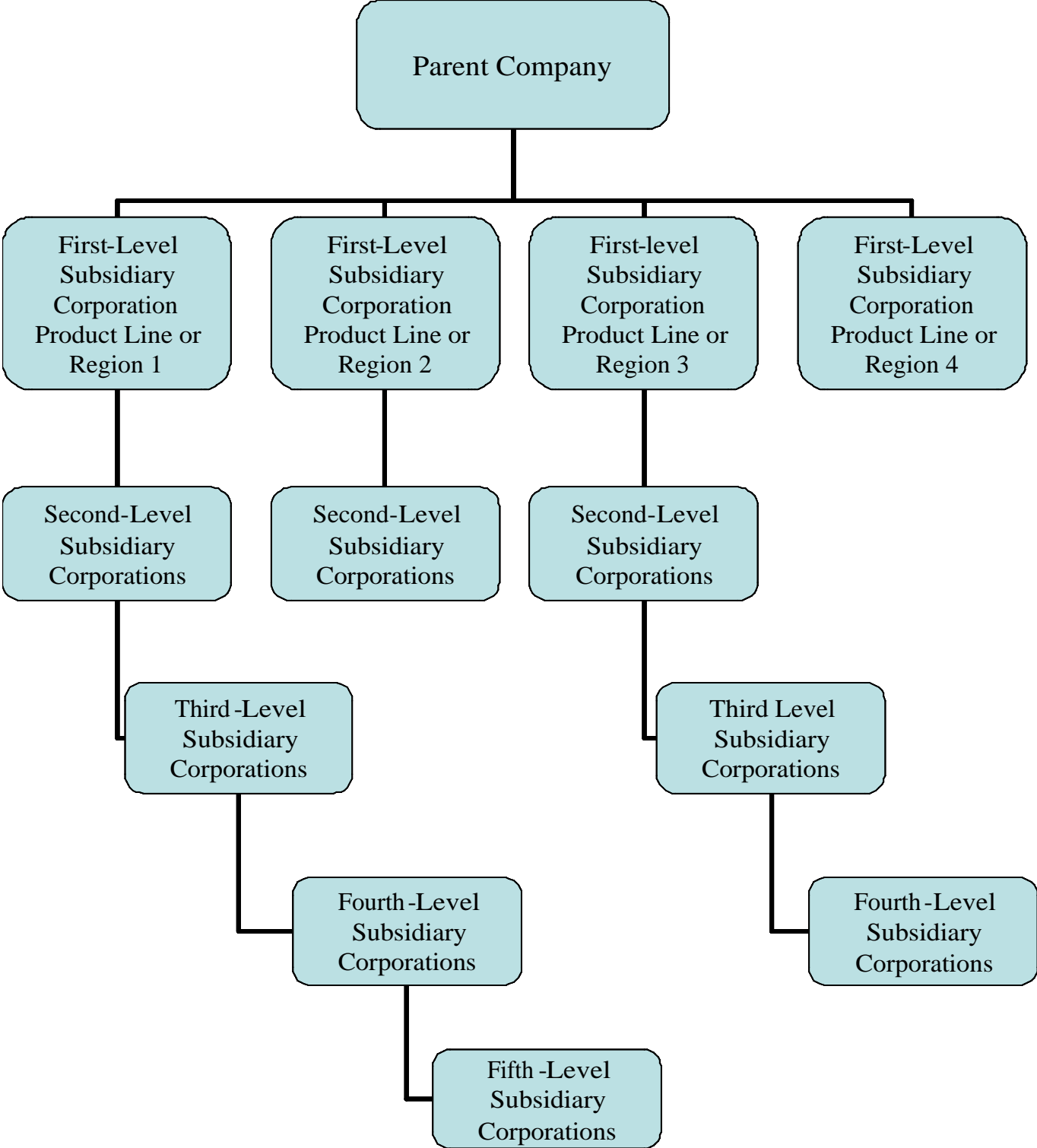
	Mean	Standard Deviation
Dependent Variable		
Financial Restatement	4.9%	
Control Variables		
Total Assets (in millions)	\$25857.64	74469.34
Age	70.43	45.56
Number of Divisions	1.34	3.87
Long-Term Debt	.21	.14
FIRE Industry	15.9%	
Energy Industry	10.5%	
Telecommunication Industry	2.2%	
Informational Technology Industry	15.8%	
Capital Dependence		
Return on Equity	\$11.32	126.18
Capital Dependence on Shareholders		
Earnings Per Share	\$6.19	117.23
Annual Change in Share Price	62.34%	1893.64
Management Strategies to Increase Shareholder Value		
Mergers and Acquisitions	1.52	3.08
Asset Growth	17.80%	68.69
Political Behavior		
PAC Contributions (in thousands)	\$47.43	89.35
Organizational Structure		
Multilayer-Subsidiary Form	79.3%	
Subsidiary	11.0%	
N of Company-Years	3,955	

Table 2.
Exponentiated Coefficients for Predictors on Financial Restatement

Variables	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
Intercept	.033** (.206)	.042** (.225)	.037** (.230)	.020** (.293)
Dependence and Incentives				
Capital Dependence				
Return on Equity		1.000 (.003)	1.000 (.000)	1.000 (.000)
Capital Dependence on Shareholders				
Earnings Per Share		.941** (.024)	.942** (.024)	.941** (.024)
Annual Change in Share Price		.998 (.002)	.996** (.002)	.996* (.002)
Management Strategies to Increase Shareholder Value				
Mergers and Acquisitions			1.042* (.019)	1.044* (.019)
Annual Change in Asset Growth			1.003** (.001)	1.003** (.001)
Opportunities				
Organizational Structure				
Multilayer-Subsidiary Form				2.129** (.236)
Subsidiary				1.583* (.219)
Political Behavior				
PAC Contributions				1.002* (.001)
Control Variables				
Total Assets	1.000 (.000)	1.000 (.000)	1.000 (.000)	1.000 (.000)
Age	1.002 (.002)	1.001 (.002)	1.002 (.002)	1.001 (.001)
Number of Divisions	.994 (.022)	1.003 (.022)	1.004 (.022)	.993 (.023)
Long-Term Debt	2.664* (.478)	1.322 (.609)	1.276 (.612)	.966 (.629)
FIRE Industry	1.108 (.255)	1.142 (.263)	1.205 (.261)	1.051 (.269)
Energy Industry	1.115 (.243)	1.267 (.255)	1.304 (.256)	1.182 (.258)
Telecommunications Industry	2.695** (.323)	2.852** (.379)	2.611** (.387)	1.939 (.400)
Informational Technology Industry	1.831** (.192)	1.837** (.199)	1.798** (.201)	1.848** (.203)
N of Company Years	4,155	3,957	3,956	3,955
Likelihood Ratio X ²	23.770**	33.195**	50.567	69.905**
X ² Goodness of Fit Ratio	.997	.992	.996	.994

* $p < .05$; ** $p < .01$ (two-tailed test).

Figure 1. The Multilayer-Subsidiary Form



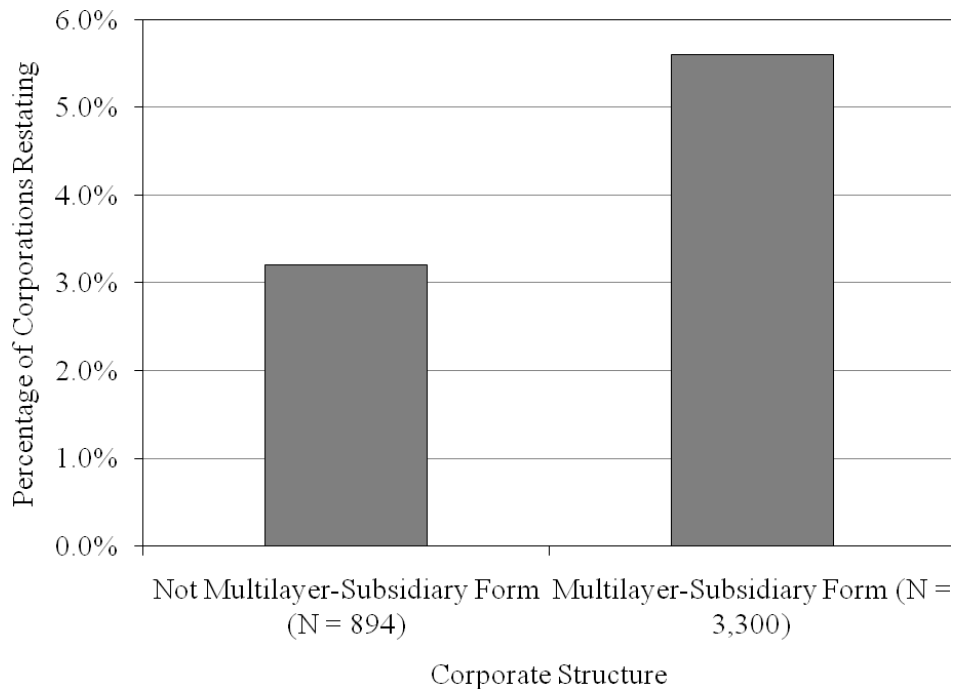


Figure 2. Percent of Corporations Restating Financial Statements by Multilayer-Subsidiary Form

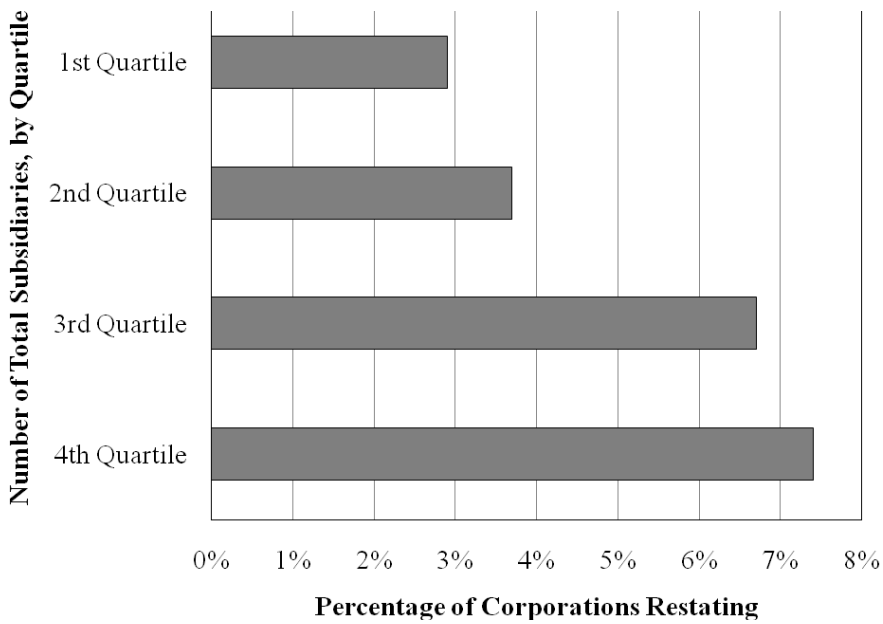


Figure 3. Percent of Corporations Restating Financial Statements by Total Number of Subsidiaries (Quartiles)