



Buccella, María Emilia

# Financierización y distribución funcional del ingreso en firmas no financieras que cotizan en bolsa. Evidencia empírica para Argentina, Chile y México (2003-2018)



Esta obra está bajo una Licencia Creative Commons Argentina.  
Atribución - No Comercial - Sin Obra Derivada 2.5  
<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/2.5/ar/>

Documento descargado de RIDAA-UNQ Repositorio Institucional Digital de Acceso Abierto de la Universidad Nacional de Quilmes de la Universidad Nacional de Quilmes

*Cita recomendada:*

*Buccella, M. E. (2026). Financierización y distribución funcional del ingreso en firmas no financieras que cotizan en bolsa. Evidencia empírica para Argentina, Chile y México (2003-2018). (Tesis de doctorado). Universidad Nacional de Quilmes, Bernal, Argentina. Disponible en RIDAA-UNQ Repositorio Institucional Digital de Acceso Abierto de la Universidad Nacional de Quilmes <http://ridaa.unq.edu.ar/handle/20.500.11807/6139>*

Puede encontrar éste y otros documentos en: <https://ridaa.unq.edu.ar>

# **Financierización y distribución funcional del ingreso en firmas no financieras que cotizan en bolsa. Evidencia empírica para Argentina, Chile y México (2003-2018)**

***TESIS DOCTORAL***

**María Emilia Buccella**

emilia.buccella@gmail.com

## **Resumen**

El presente trabajo analiza la relación entre la financierización y la distribución funcional del ingreso en corporaciones no financieras que cotizan en bolsa en Argentina, Chile y México durante el período 2003-2018. En particular, examina cómo el creciente involucramiento de estas empresas en actividades financieras afecta los salarios y la remuneración de los altos directivos mediante el uso de distintas estrategias empíricas que capturan tanto dimensiones tradicionales de la financierización como aquellas asociadas al endeudamiento. La hipótesis central sostiene que este proceso ha favorecido la compensación de la alta dirección, al tiempo que ha ejercido presiones negativas sobre los salarios.

Para su análisis, se adopta una estrategia metodológica mixta que combina técnicas econométricas con entrevistas a actores clave, permitiendo identificar los canales a través de los cuales la financierización incide sobre la distribución del ingreso al interior de las firmas, así como los cambios en las prioridades e incentivos corporativos que afectan las dinámicas salariales y las condiciones laborales. Los resultados indican que sus efectos sobre la distribución funcional no son unívocos; por el contrario, se trata de un fenómeno complejo que reconfigura la distribución interna de las firmas de manera heterogénea, manifestándose de forma diferenciada según el tamaño de la firma y el sector de actividad.



Doctorado en Desarrollo Económico

TESIS DOCTORAL

Financierización y distribución funcional del ingreso en firmas no financieras  
que cotizan en bolsa

*Evidencia empírica para Argentina, Chile y México (2003-2018)*

Autora: María Emilia Buccella

Dirección: Pablo Gabriel Bortz

# Agradecimientos

Habría sido imposible llevar a cabo esta investigación sin el apoyo financiero del Estado nacional, a través de una beca doctoral otorgada por el Consejo Nacional de Investigaciones Científicas y Técnicas (CONICET). También me beneficié de una beca del Servicio Alemán de Intercambio Académico (DAAD), que me permitió realizar una estancia de investigación en el Institute for International Political Economy Berlin, de la Berlin School of Economics and Law.

El Centro de Estudios e Investigaciones Laborales (CEIL-CONICET), la Universidad de Buenos Aires, la Universidad Nacional de Quilmes, el Institute for International Political Economy Berlin y el Cambridge Centre for Alternative Finance han sido espacios de gran riqueza intelectual para el desarrollo de esta tesis doctoral. El apoyo y la asistencia constantes del cuerpo docente y del personal del Doctorado en Desarrollo Económico de la Universidad Nacional de Quilmes durante estos años han sido invaluable. Estoy muy agradecida a Guillermo Neiman y a Pablo Chena, quienes fueron decisivos en mis inicios en la investigación. Asimismo, agradezco especialmente a mi director de tesis, Pablo Gabriel Bortz, por su confianza y su ánimo permanente.

También quiero expresar mi más sincera gratitud a Jason Grant Allen, mi mentor, quien siempre confió en mí y ha sido una fuente constante de inspiración intelectual. Valoro enormemente el estímulo incansable al pensamiento crítico de Juan Santarcángelo y Fernando Porta. A Agostina Constantino y Francisco Cantamutto les debo gran parte de mi desarrollo intelectual, y reconozco profundamente su permanente disposición y cuidado. Mi más sincero reconocimiento a Martina Metzger y Eckhard Hein, cuyas devoluciones rigurosas y desafiantes me permitieron poner mi investigación en perspectiva.

Estoy muy agradecida a compañeros de doctorado, colegas e investigadores por sus valiosos comentarios y apoyo a lo largo de todo el proceso. La solidaridad y la contención mutua de Enzo Martínez, Martín Herrero, Alejandra Sivila Soza, Emmanuel Cicirello y Lucas Castiglioni. Asimismo, agradezco el entusiasmo y la generosidad de Nicolás Dvoskin, Pato Laterra, David Villani, Ramiro Álvarez, Santiago Gahn, Mariana Fernández Massi, Mariana Katz y Carolina Bosnic. Dee Allen y Rosa María Lastra han sido un gran ejemplo y un

referente como mujeres en la academia. Mis compañeros y amigos de la escuela de verano del Levy Institute han aportado una motivación constante, tanto en lo académico como en lo personal. Destaco la generosidad y los comentarios perspicaces de Özlem Onaran y Alexander Guschanski en la etapa final de esta tesis.

Mi más sincero agradecimiento al jurado, compuesto por Rodrigo Pérez Artica, Monika Meireles y Esteban Pérez Caldentey, por sus devoluciones y comentarios meticulosos y rigurosos, los cuales han sido cruciales para la calidad de esta investigación.

Finalmente, pero no menos importante, mi profunda gratitud a quienes hacen de mí una mejor persona y, sin duda, una persona más feliz: A Anne, Lau, Stef, Bö, Clau, Juan, Vivi, Any, Vero, Ceci y Maxi. A Emilio, por su grandeza. A Mario, por la escucha y el acompañamiento.

# Índice general

<b>0. Introducción general.....</b>	<b>9</b>
0.1 Presentación y relevancia del tema .....	9
0.2 Objetivos .....	13
0.2.1 Objetivo general .....	13
0.2.2 Objetivos específicos .....	14
0.3 Hipótesis .....	14
0.3.1 Hipótesis general .....	14
0.3.2 Hipótesis específicas .....	15
0.4 Marco teórico .....	16
0.5 Estrategia metodológica y técnicas de investigación .....	21
0.6 Antecedentes .....	24
0.7 Contribución .....	26
<b>Capítulo 1. El fenómeno de la financierización y su expresión en América Latina .....</b>	<b>35</b>
1.1 Introducción .....	35
1.2 El contexto histórico .....	36
1.2.1 El mercado de capitales en América Latina y sus transformaciones en las últimas décadas .....	39
1.3 El ‘canal tradicional’ de la financierización .....	43
1.3.1 Sobre el concepto de financierización: raíces históricas y consolidación analítica ...	43
1.3.2 La financierización y la distribución del ingreso .....	48
1.3.3 Los estudios sobre financierización en América Latina .....	51
1.4 La liquidez global y el endeudamiento corporativo .....	51
1.4.1 El contexto financiero internacional y sus transformaciones desde los años 2000 ....	53
1.4.2 La deuda corporativa en los mercados internacionales. ‘Los intermediarios sustitutos’ y la distribución del ingreso .....	59
1.5 La evidencia empírica .....	66
1. 6 A modo de síntesis .....	76

## **Capítulo 2. Gobernanza corporativa y desigualdad: desde la teoría neoclásica a la financierización de la firma ..... 92**

2.1 Introducción .....	92
2.2 De la teoría de precios a la teoría contractual: trayectorias del pensamiento neoclásico de la firma .....	93
2.3 La Teoría de la Firma .....	102
2.4 Alineación de incentivos en la relación principal-agente .....	109
2.5 Características de la estructura de propiedad en América Latina y los mecanismos de compensación corporativos .....	113
2.6 La firma y las finanzas .....	117
2.6.1 La teoría dominante .....	118
2.6.2 La teoría postkeynesiana .....	118
2.7 Financierización en las corporaciones no financieras .....	121
2.7.1 La financierización y la desigualdad de remuneraciones en las firmas no financieras .....	123
2.8 A modo de conclusión .....	126

## **Capítulo 3. Financierización y distribución funcional del ingreso en empresas no financieras en Argentina, Chile y México. Un análisis a nivel firma para el periodo 2003-2018 ..... 138**

3.1. Introducción .....	138
3.2. Estudios empíricos sobre la financierización en las Corporaciones No Financieras en América Latina .....	139
3.3 El trabajo empírico: Base de datos y características de la muestra .....	143
3.4 El canal de la financierización tradicional .....	148
3.4.1 Los hechos estilizados .....	148
3.4.2 El modelo econométrico .....	154
3.4.3 Estimación, métodos y resultados .....	164
3.4.4 Conclusiones parciales .....	173
3.5 El canal del endeudamiento .....	175

3.5.1 Evidencia descriptiva .....	176
3.5.2 El modelo econométrico .....	184
3.5.3 Estimación, métodos y resultados .....	195
3.5.4 Conclusiones parciales .....	204
3.6 Conclusiones del capítulo .....	206
3.7 Anexo .....	214

## **Capítulo 4. Las dinámicas salariales y las condiciones laborales: un enfoque cualitativo desde la perspectiva de los actores ..... 222**

4. 1 Introducción .....	222
4.2 La financierización y el mercado laboral .....	223
4.2.1 La presión de los mercados financieros y el contexto económico, político e institucional .....	223
4.2.2 Las condiciones del empleo al interior de las empresas .....	226
4.3 Financierización, estrategias corporativas y sus efectos en las políticas salariales y las dinámicas laborales: un análisis cualitativo .....	229
4.3.1 Estrategia de investigación y triangulación metodológica .....	229
4.3.2 Metodología y diseño del análisis cualitativo: las entrevistas semi-estructuradas ...	232
4.3.3 Las estrategias financieras de las corporaciones no financieras .....	238
4.3.4 El financiamiento en el mercado internacional .....	247
4.3.5 Las dinámicas salariales y las condiciones del empleo .....	252
4.4 Reflexiones finales .....	255
4.5 Anexo .....	261
4.5.1 Ventajas y limitaciones metodológicas de la investigación .....	261
4..5.2 Cuestionario .....	265
Conclusiones .....	271



# 0. Introducción general

## 0.1 Presentación y relevancia del tema

La liberalización financiera es un hecho estilizado que caracteriza a la economía mundial desde mediados de los años setenta. En América Latina, las reformas iniciadas por esos años, -y profundizadas durante las décadas de 1980 y 1990- , que incluyeron la apertura comercial y la privatización de empresas estatales, impulsaron una mayor integración de las estructuras productivas locales con los mercados financieros internacionales. Dichas transformaciones alentaron una mayor presencia de los inversores institucionales, la expansión del capital extranjero, así como la consolidación de mecanismos de capitalización bursátil. Esto abrió el camino a una creciente integración financiera de las corporaciones no financieras en la región.

En este contexto surge el concepto de financierización, como una crítica extensa por parte de las corrientes heterodoxas al creciente predominio de las lógicas y prácticas financieras en la economía en su conjunto, así como en la vida política y social (Stockhammer, Sgambati y Nesvetailova, 2021). El concepto, amplio, y que carece de una definición unívoca en la literatura, ha permitido, en particular, identificar y evidenciar las formas y los mecanismos mediante los cuales las corporaciones no financieras han incrementado su participación en los mercados financieros, persiguiendo objetivos de rentabilidad de corto plazo.

De esta manera, la financierización ha supuesto un cambio estructural, al reorientar las prioridades de estas empresas hacia la obtención de beneficios financieros y la maximización del valor para el accionista (*shareholder value*). La literatura especializada ha señalado las consecuencias que esto tiene no solo en materia productiva, sino también en la distribución del ingreso y en la generación y calidad del empleo.

La creciente integración de estas firmas en los mercados internacionales de capital se intensificó y adoptó nuevas características en los años posteriores a la crisis de 2008-2009. En un contexto de alta liquidez global, y ante cambios en la estructura de intermediación financiera -derivadas de las medidas de política económica implementadas por los principales bancos centrales del mundo-, las corporaciones no financieras de economías emergentes y en

desarrollo, en general, y de América Latina en particular, han acudido de manera creciente a los mercados internacionales de deuda.

En su rol como *intermediarios sustitutos* (Shin, 2014), estas corporaciones han aprovechado las condiciones favorables para financiarse en los mercados de deuda, generando una creciente dependencia del endeudamiento en moneda extranjera. Dichas prácticas suponen un conjunto de riesgos que se agudizan en fases contractivas del ciclo financiero global, en escenarios de volatilidad cambiaria y de endurecimiento de las condiciones financieras internacionales, con consecuencias en materia de desigualdad.

En este sentido, el fenómeno de la financierización en la región debe enmarcarse en las problemáticas históricas de desigualdad que caracterizan a América Latina, siendo la región más desigual a escala global (CEPAL, 2016). Si bien las implicancias distributivas de la financierización en la región han sido abordadas teóricamente por distintos autores, la mayoría de estos estudios se han centrado en un enfoque agregado. Existe, por lo tanto, cierta vacancia en la literatura acerca de los vínculos entre la financierización y la distribución del ingreso a nivel firma.

Esta tesis busca aportar a la discusión cerrando parcialmente este vacío, enfatizando en la importancia de capturar la heterogeneidad del fenómeno, el cual se manifiesta de forma diferenciada dependiendo del tamaño de la firma, el sector de actividad y la estructura de propiedad, entre otros aspectos. Para ello combina un análisis econométrico basado en datos microeconómicos extraídos de los estados contables y financieros de las empresas que cotizan en bolsa, con un análisis cualitativo a partir de la realización de entrevistas a trabajadores, directivos y personal de recursos humanos. La articulación y contrastación de los hallazgos cuantitativos y cualitativos a partir de una estrategia de triangulación metodológica permitirá complementar la interpretación de los resultados y aportar indicios sobre las dinámicas corporativas que subyacen a los patrones identificados en el análisis cuantitativo.

Si bien la evidencia empírica se construye desde un enfoque microeconómico, el abordaje es de carácter integral, articulando los planos macro, meso y microeconómicos. Por un lado, el marco analítico contempla la inserción internacional y la relación de estas firmas con los mercados financieros, subrayando sus implicancias distributivas en el agregado frente al peso de estas firmas en la economía en general y en materia de empleo. Por otro lado, el análisis

incorpora una dimensión mesoeconómica al introducir heterogeneidad sectorial, a partir de una clasificación cuidadosamente construida por sector de actividad en las estimaciones econométricas.

El estudio se realiza para corporaciones no financieras que cotizan en las bolsas de valores de Argentina, Chile y México en el período 2003-2018. Si bien los tres países cuentan con trayectorias distributivas distintas, y distintos grados de desarrollo financiero, los mismos comparten rasgos estructurales comunes -como un número significativo de corporaciones no financieras listadas y la facilidad de acceso a información contable, la creciente exposición al capital financiero internacional, y la alta informalidad laboral-, lo cual los convierte en objeto de estudio atractivos dentro del marco regional.

Desde la perspectiva teórica, este trabajo se inscribe en el enfoque postkeynesiano. Dicha tradición brinda las bases conceptuales para comprender cómo la búsqueda de rentabilidad financiera de corto plazo influye reconfigurando las decisiones estratégicas de las firmas no financieras, priorizando la distribución hacia accionistas y altos ejecutivos en detrimento de la inversión productiva y los salarios. El reconocimiento que dicha escuela realiza acerca del rol de las instituciones, la incertidumbre y las relaciones de poder resultan esenciales en este sentido. Asimismo, se incorporan contribuciones de la escuela estructuralista latinoamericana, al considerar la importancia de la especialización productiva y del endeudamiento externo como condicionantes estructurales del comportamiento empresarial y sus consecuencias distributivas.

En este sentido, los hallazgos aquí presentados buscan ofrecer una reflexión más amplia acerca de las implicancias distributivas de formas de gobernanza corporativa cuyos objetivos se encuentran trazados por normas financieras. Con este fin, la presente tesis se estructura en cuatro capítulos, además de esta introducción general. A continuación, se presentan los objetivos, las hipótesis, el marco teórico, la metodología, los antecedentes y las contribuciones del trabajo.

Por su parte, el capítulo 1 revisa distintos acontecimientos económicos que determinaron el ascenso de las finanzas a partir de los años setenta. Asimismo, describe brevemente como éstos y otros cambios institucionales en América Latina dieron lugar a una mayor integración de los actores locales con los mercados financieros. Posteriormente, se discute el concepto de

financierización a partir de una estrategia analítica que combina los aportes más relevantes de las principales escuelas del pensamiento económico, con un análisis de los actores y niveles en los que se manifiesta el fenómeno. A continuación, se revisan algunos de los cambios en la arquitectura financiera internacional a partir de los años 2000 y el rol de las corporaciones no financieras como intermediarios sustitutos. A partir de allí se identifican dos grandes ejes analíticos a partir de los cuales se estudiará el fenómeno de la financierización y sus vínculos con la distribución del ingreso a lo largo de esta tesis: el de la *financierización tradicional* y el del *endeudamiento*. Finalmente, se analizan algunas tendencias empíricas a nivel agregado con el objetivo de aproximar el grado de penetración de los mercados financieros en América Latina en general, y en los tres países analizados en particular.

El capítulo 2 presenta un recorrido por las principales bases intelectuales que sustentan la conceptualización de la firma. En primer lugar, aborda las trayectorias del pensamiento neoclásico a partir de los aportes de Coase, Simon, Cyert, March, Leibenstein, y Williamson, quienes contribuyeron a cuestionar la concepción tradicional de la firma como una ‘caja negra’ propia de la visión convencional. Posteriormente, se examina en profundidad la Teoría de la Firma, considerando su evolución desde distintos enfoques complementarios y profundizando en las contribuciones de Jensen y Meckling. Seguidamente, se analizan los mecanismos para mitigar los costos derivados de la relación principal-agente, tanto a nivel general como en el caso latinoamericano. Finalmente, se compara la conceptualización de la firma desde la teoría dominante con el enfoque postkeynesiano, lo cual sienta las bases para discutir la financierización de la firma y sus implicancias distributivas.

El capítulo 3 analiza empíricamente la relación entre la financierización y la desigualdad funcional del ingreso en empresas no financieras que cotizan en las bolsas de Argentina, Chile y México, a partir de un estudio cuantitativo basado en datos de panel para el período 2003-2018. La estrategia empírica se apoya en modelos de efectos fijos con corrección de errores estándar. El análisis considera dos canales principales de la financierización: la *financierización tradicional* y el *canal del endeudamiento*. En este marco, se estiman cuatro modelos generales. Los dos primeros explican la intensidad salarial y la remuneración a directivos en relación al capital productivo en función de un conjunto de variables de control estándar (cambio tecnológico, globalización, productividad, y apalancamiento), junto con variables de financierización (acumulación de activos financieros, ingresos financieros y pago de dividendos). Los modelos III y IV examinan los efectos de la deuda en moneda extranjera,

así como riesgos de sobreendeudamiento, descalce de monedas y riesgo de refinanciamiento en el salario y la remuneración a directivos respecto del total de activos, respectivamente. Estos modelos incorporan, además, variables de control como ingresos operativos, deuda en moneda local, beneficios y activos financieros rezagados. Además de las estimaciones generales, se llevan a cabo análisis desagregados por tamaño de firma (para los cuatro modelos) y por tipo de actividad económica (solo para los modelos I y II).

En el capítulo 4 se lleva a cabo un estudio cualitativo en base a 30 entrevistas semiestructuradas realizadas a actores clave de las corporaciones no financieras bajo estudio, con el objetivo de profundizar el análisis y captar componentes relacionales complejos o no factibles de medir cuantitativamente, pero de gran relevancia para abordar de manera integral la heterogeneidad del fenómeno. La estructura de los cuestionarios permite abordar los dos canales de la financierización testeados empíricamente en el capítulo 3, para su posterior triangulación metodológica con los hallazgos cuantitativos. Las entrevistas incluyen, además, un tercer eje centrado en aspectos tales como los procesos de negociación laboral, las condiciones de empleo y las estrategias para atraer y retener talento, cuyo aporte a la investigación es de carácter estrictamente cualitativo. El capítulo discute los hallazgos de los testimonios, buscando enriquecer, complejizar y matizar los vínculos entre la financierización y la distribución funcional al interior de las corporaciones no financieras.

Por último, se presentan las conclusiones generales del trabajo, donde se sintetizan los principales hallazgos y se pone de relieve la relevancia y el aporte original de la investigación. Asimismo, se identifican nuevos interrogantes que surgen a partir de los resultados obtenidos, subrayando la necesidad de continuar profundizando los estudios en algunas de estas temáticas.

## **0.2 Objetivos**

### ***0.2.1 Objetivo general***

Analizar los vínculos entre la financierización y la desigualdad del ingreso en las corporaciones no financieras que cotizan en la bolsa de valores de Argentina, Chile y México en el período 2003-2018.

### ***0.2.2 Objetivos específicos***

- I. Analizar las transformaciones del sistema económico internacional, el desarrollo de los mercados de capital en América Latina y los cambios en las estructuras de gobernanza corporativa desde los años ochenta, y su articulación con la creciente financierización de las corporaciones no financieras.
- II. Examinar las fuentes y los canales de transferencia de beneficios financieros de las empresas no financieras que cotizan en bolsa en Argentina, Chile y México entre 2003 y 2018.
- III. Analizar los efectos de las prácticas financieras en la intensidad salarial al interior de las corporaciones no financieras durante el período 2003-2018.
- IV. Analizar los impactos de las operaciones financieras en la intensidad de la remuneración a los altos directivos a lo largo del período de estudio.
- V. Examinar los cambios en los incentivos y las prioridades corporativas y sus implicancias en los acuerdos capital-trabajo en el contexto de la financierización.

## **0.3 Hipótesis**

### ***0.3.1 Hipótesis general***

La creciente transferencia de ingresos al sector financiero por parte de las corporaciones no financieras y la mayor dependencia de ganancias realizadas a través de canales financieros han reconfigurado la distribución funcional del ingreso al interior de las firmas, favoreciendo la remuneración de la alta dirección y reduciendo la participación relativa del trabajo en relación con el capital productivo y el total de activos.

### ***0.3.2 Hipótesis específicas***

I. La creciente integración financiera de las economías de América Latina, el desarrollo de los mercados de capitales locales, y las transformaciones en las estructuras de gobernanza corporativa iniciadas en los años ochenta, junto con el posterior escenario de alta liquidez global, alentaron a las corporaciones no financieras a la creciente realización de actividades financieras y su priorización por sobre su actividad principal.

II. Las empresas no financieras que cotizan en bolsa en Argentina, Chile y México han adoptado un comportamiento cada vez más alineado con las lógicas de los mercados financieros. Esto se ha manifestado en el aumento creciente de ingresos y pagos financieros, la acumulación de activos financieros, así como su mayor participación en los mercados internacionales de deuda.

III. La creciente importancia que han adquirido las prácticas financieras ha reorientado las prioridades de las firmas hacia la obtención de beneficios de corto plazo, lo que tiende a reducir la intensidad salarial en relación con el capital productivo y el total de activos.

IV. La mayor orientación hacia la creación de valor financiero refuerza el uso de indicadores financieros como medida central de desempeño de las firmas, lo cual se traduce en una mayor sensibilidad de la remuneración de la alta dirección a los resultados financieros y en un aumento de su participación relativa dentro de la firma.

V. En un escenario de financierización, las expectativas financieras se vinculan estrechamente con las condiciones del trabajo, contribuyendo a una mayor flexibilización en la determinación salarial y a una menor centralidad de los mecanismos de negociación colectiva en la distribución del ingreso al interior de la firma.

#### 0.4 Marco teórico

Los trabajos seminales de McKinnon (1973) y Shaw (1973) en torno al concepto de ‘represión financiera’ han dado origen a una extensa literatura que destaca los efectos positivos de la liberalización financiera sobre el crecimiento. Según estos desarrollos teóricos, la desregulación del mecanismo de precios permite alcanzar mayores tasas de ahorro e inversión a partir del ingreso de flujos de capitales internacionales.

Otros beneficios indirectos sobre la tasa de crecimiento de la economía se asocian a mejoras en la eficiencia de la asignación de capital gracias a las señales que brindan las tasas de interés a niveles fijados por el mercado (De Gregorio y Guidotti, 1995; King y Levine, 1993), y la posibilidad de los hogares de suavizar el consumo a lo largo del tiempo debido al mayor desarrollo de los mercados financieros locales como resultado de la liberalización (Flavin, 1981; Summers, 2000).

El concepto de financierización reúne las críticas de diferentes escuelas de pensamiento heterodoxas a la creciente desregulación y el mayor predominio de los mercados financieros en la economía real. Una definición ampliamente aceptada del fenómeno es la propuesta por Epstein (2001), en la cual describe a la financierización como ‘(...) *el papel cada vez mayor de los motivos financieros, los mercados financieros, los actores financieros y las instituciones financieras en el funcionamiento de las economías nacionales e internacionales*’ (Epstein, 2001, p. 1, traducción propia).

Una forma de clasificar la literatura sobre financierización es a partir de las corrientes teóricas que la sustentan. En la economía política marxista, los autores agrupados en torno a la revista *Monthly Review* caracterizaron a la acumulación capitalista del siglo XX a partir de tres grandes tendencias: i) la desaceleración de la tasa de crecimiento; ii) el crecimiento a escala global de las corporaciones multinacionales monopolistas (u oligopolistas); y iii) la financierización del proceso de acumulación de capital (Sweezy, 1997). En contraposición, dentro del marxismo clásico, las finanzas han jugado un papel secundario en el análisis; los principales autores han explicado las crisis económicas de las últimas décadas fundamentalmente a partir de la dinámica de la acumulación y la caída de la tasa de ganancia productiva industrial (Brenner 2006, 2009; Callinicos, 2010; Harman, 2010).

La escuela de la regulación francesa ha centrado su análisis en el papel de las finanzas dentro de un nuevo modelo de desarrollo denominado ‘régimen de acumulación impulsado por las finanzas’. Esta vertiente ha puesto el énfasis en dos grandes dimensiones teóricas: por un lado, los vínculos entre el papel central de las finanzas y la relación salarial; y, por otro, las transformaciones que han tenido lugar en el ámbito de la empresa (Aglietta, 1998; Álvarez Peralta, 2008; Boyer, 2000).

Por su parte, la tradición postkeynesiana ha indagado acerca de los efectos de la financierización en la estabilidad financiera, la distribución del ingreso y la inversión real, entre otras esferas (Stockhammer 2004, 2009; Hein 2015). Asimismo, esta corriente comparte con la escuela regulacionista el interés por los cambios en el funcionamiento y las decisiones de las corporaciones no financieras, en particular en lo que respecta a la reorientación de sus decisiones estratégicas hacia el corto plazo (Hein y Van Treeck, 2007; Stockhammer, 2004; Onaran y Tori, 2017).

Por otra parte, aunque no siempre utiliza el término financierización, la tradición estructuralista latinoamericana ha analizado de forma temprana los efectos regresivos de la apertura financiera y el endeudamiento externo sobre la distribución del ingreso y la capacidad productiva de las economías periféricas (Ocampo, 2001; Cimoli y Correa, 2010). Esta tradición teórica ha puesto el foco en la restricción externa y el ciclo de endeudamiento, especialmente en contextos de liberalización financiera (Chena y Buccella, 2018).

Si bien la financierización implica la expansión de las lógicas financieras en distintos ámbitos de la economía y la sociedad, su naturaleza adopta características diferenciadas según el nivel de análisis adoptado - macro, meso o microeconómico- y los actores implicados, tales como hogares, empresas y el Estado. A nivel macroeconómico, diversos trabajos han documentado la creciente importancia del sector financiero en la economía en su conjunto, mostrando, por ejemplo, un volumen creciente de activos financieros en relación al PIB, los aumentos cuantitativos de los flujos financieros a escala global, y el rápido crecimiento de las ganancias financieras (Crotty, 2002; Palley, 2007; Stockhammer, 2010). En este sentido, el Estado ha desempeñado un papel central en las políticas de apertura, desregulación y liberalización, así como en la implementación de reformas en los marcos de gobernanza corporativa (Chesnais, 1996; Duménil y Lévy, 2005; Epstein, 2001; Krippner, 2005).

Desde una perspectiva mesoeconómica, el sector financiero ha experimentado profundas transformaciones estructurales, moldeando el funcionamiento del resto del sistema económico. Esto se ha visto reflejado en la mayor inestabilidad sistémica y el surgimiento de crisis financieras recurrentes (Carneiro, 2019; Chena y Buccella, 2018), la proliferación de innovaciones como el *shadow banking* (Gabor y Braun, 2020), y la creciente orientación especulativa del negocio bancario (Gabor, 2016; Lapavitsas, 2009).

Al articular el análisis por niveles y por actores, puede observarse que, en el caso particular de las firmas no financieras, la financierización se manifiesta tanto en el plano microeconómico, a través de cambios en los objetivos que guían su funcionamiento; en el plano mesoeconómico, mediante una mayor articulación de sus actividades con los mercados financieros; y en el plano macroeconómico, por sus efectos en la inversión productiva y el crecimiento en general.

En este sentido, diversos trabajos han explorado los alcances de la consolidación del paradigma del valor del accionista y de las transformaciones en la gobernanza corporativa sobre el proceso de acumulación de capital. La evidencia empírica muestra que la creciente orientación de las corporaciones no financieras hacia la rentabilidad de corto plazo ha desplazado la inversión en activos reales (Tori y Onaran, 2017, 2018); y que los mayores pagos de dividendos e intereses, así como las recompras de acciones, reducen los recursos internos disponibles para la inversión productiva (Froud, Haslam, Johal y Williams, 2000; Van Treeck, 2007).

En este sentido, la financierización ha intensificado los conflictos distributivos entre accionistas y asalariados (Dünhaupt, 2013), explicado por un aumento sostenido de los pagos de dividendos e intereses en relación con la renta nacional, acompañado por una caída de la participación salarial (Hein 2013; Stockhammer, 2009; 2012). Asimismo, se observa un incremento en la desigualdad entre la remuneración de la alta dirección y los salarios de los trabajadores, así como una mayor percepción de beneficios por parte de los hogares de mayores ingresos explicada por la tenencia de activos financieros (Dünhaupt, 2014; Sjöberg, 2009).

En el caso particular de América Latina, los estudios sobre la financierización son menos numerosos y más esporádicos en comparación con los desarrollados para otras regiones (Bárcena, 2018). A nivel macroeconómico, varios trabajos destacan el creciente peso del sector

financiero, su desvinculación de la economía real, así como sus efectos negativos sobre el desarrollo económico (Aráujo et al., 2012; Beck et al., 2012; Correa et al., 2012; Pérez Caldentey y Vernengo, 2021). Otros estudios analizan impactos más específicos, como las implicancias sobre el cambio tecnológico (Chena, Buccella y Bosnic, 2018) o la distribución del ingreso (Guevara Castañeda, 2015). Desde una perspectiva estructural, Kaltenbrunner y Paineira (2018) y Malic y Santarcángelo (2022) analizan la financierización en el marco de las jerarquías monetarias internacionales, mientras que Zanotti y Cassini (2024) vinculan el fenómeno con la inserción comercial y productiva regional.

Otro conjunto de trabajos se ha centrado en el estudio de la apertura de la cuenta capital, el endeudamiento externo y el papel de la inversión extranjera directa en el desarrollo económico, así como en las implicancias de estos procesos en términos de regulación macroprudencial (Abeles, Grimberg y Valdecantos, 2018; Allami, Bortz y Cibils, 2021; Allami y Cibils, 2017; Bortz, 2018; Pérez Caldentey, 2018; Vernengo, 2023).

A nivel de los actores, distintos estudios evidencian un mayor involucramiento de los hogares en prácticas financieras (Kaltenbrunner y Paineira, 2018; Powell, 2013), en muchos casos a través de mecanismos informales (Luzzi, 2017; Gago y Roig, 2018). También se ha investigado la creciente influencia de los intereses privados -en particular financieros- en la esfera pública, mediante el rol de las administradoras de fondos de inversión (Cabrera Morales, 2022), la calidad de las políticas públicas (Girón y Correa, 2017) y el acceso a la vivienda (Delgadillo, 2021; Tulumello, 2025).

Comparativamente, son menos los trabajos orientados al estudio de las corporaciones no financieras en la región. Torija Zane y Gottschalk (2018) examinan la difusión del modelo de gobernanza basado en la maximización de valor para el accionista, destacando sus implicancias negativas en la inversión real. Por su parte, Rabinovich y Pérez Artica (2020) analizan los determinantes de la tenencia de activos financieros en firmas listadas de cinco economías latinoamericanas, y encuentran que la misma no responde a la búsqueda de rentabilidad financiera. Asimismo, Cassini, García Zanotti y Schorr (2019), centrados en grandes del sector primario, concluyen que existe una subordinación de la inversión productiva a la preferencia por la liquidez y la fuga de capitales. Sin embargo, persiste un vacío en la literatura respecto a los vínculos entre la realización de actividades financieras por parte de las corporaciones no financieras y la distribución del ingreso.

En relación con el ciclo financiero global, Hélène Rey (2013) identifica a las políticas monetarias de las economías centrales como un factor clave detrás de la creciente liquidez que ha caracterizado al sistema financiero internacional desde principios de los años 2000, así como su estrecha vinculación con los flujos de capital hacia economías emergentes. De acuerdo con Bruno y Shin (2015), las condiciones del ciclo financiero global se reflejan en las decisiones de endeudamiento en los mercados internacionales por parte de las corporaciones no financieras de países en desarrollo y emergentes.

Bruno y Shin (2015) evidencian que las empresas toman deuda en dólares incluso en momentos en los que cuentan con altos niveles de liquidez y que, en promedio, ahorran aproximadamente una cuarta parte de estos ingresos en un horizonte promedio de tres años. En este sentido, la evidencia sugiere que la emisión de deuda no obedece a restricciones de financiamiento ni a necesidades de cobertura, sino al aprovechamiento de condiciones financieras internacionales favorables. Asimismo, muestran que, del total de la deuda emitida, solo una baja proporción se asigna a gastos de capital, I+D y pagos de deuda a largo plazo; por el contrario, las estrategias de *carry trade* parecen jugar un papel central en las decisiones de financiamiento en moneda extranjera de estas firmas.

En un estudio sobre deuda corporativa en América Latina, Fernández, Bortz y Zeolla (2019) destacan el marcado dinamismo del endeudamiento corporativo, cuyo formato, volumen y denominación, postulan los autores, crea las condiciones para la emergencia de nuevas vulnerabilidades financieras. Por su parte, Pérez Caldentey, Favreau-Negront y Méndez Lobos (2018) encuentran que las empresas que acceden a los mercados internacionales de deuda presentan una posición financiera más frágil que aquellas que no lo hacen y que, a partir de cierto umbral de apalancamiento, la inversión se contrae al tiempo que aumentan sus posiciones de liquidez.

En este sentido, los autores alertan acerca de las implicancias macroeconómicas de la participación de las firmas listadas en los mercados internacionales de deuda, particularmente en relación con su incidencia sobre la acumulación de activos fijos y la inversión a largo plazo. Asimismo, también enfatizan en los riesgos asociados a los descalces de moneda frente a cambios en las condiciones financieras externas, lo que podría deprimir más la inversión y el crecimiento.

No obstante, persiste cierta carencia de trabajos que analicen los efectos indirectos del endeudamiento de las corporaciones no financieras de América Latina en los mercados internacionales de deuda sobre la asignación de remuneraciones al interior de las corporaciones no financieras.

### **0.5 Estrategia metodológica y técnicas de investigación**

La elección de Argentina, Chile y México como casos de estudio responde a sus distintos niveles de desarrollo financiero, lo cual permite explorar la relación entre financierización y distribución del ingreso en el contexto de un escenario latinoamericano heterogéneo. Chile se caracteriza por su temprana y profunda liberalización financiera; México, por su fuerte articulación con los mercados de capital de América del Norte; y Argentina, por su larga trayectoria de crisis cambiarias, controles de capital y una dinámica macrofinanciera volátil.

Del mismo modo, sus trayectorias distributivas han sido distintas a lo largo del período de estudio 2003-2018. Mientras que Argentina exhibió una primera etapa de mejora y posterior deterioro en la desigualdad, Chile por el contrario mostró mejoras en los últimos años del período, mientras que los niveles de desigualdad en México fueron persistentemente elevados.

No obstante, más allá de las diferencias distributivas y de desarrollo financiero, los tres países comparten rasgos estructurales comunes: un número significativo de corporaciones no financieras que cotizan en las respectivas bolsas de valores, una creciente exposición al capital financiero internacional, y altos niveles de informalidad laboral.

En cuanto a la selección del período de estudio, ésta responde a una combinación de criterios. Desde una perspectiva amplia, el período 2003–2018 permite capturar una etapa clave para estas economías, caracterizada por una primera fase de bonanza económica asociada al super ciclo de los *commodities* y su posterior agotamiento (2003–2011), el cual se evidencia de manera más clara a partir de 2012 y se consolida hacia 2014. Esto fue seguido por una etapa de desaceleración económica, mayor exposición financiera y tensiones cambiarias. El período culmina con una fase de reconfiguración de la política económica y reaparición de programas con organismos multilaterales, especialmente en Argentina y, en menor medida, en México. El recorte temporal también incluye eventos clave en el escenario internacional, como la Gran Recesión de 2008, capturando dos etapas diferenciadas de la liquidez global. Asimismo, el

período contempla otros hechos disruptivos, como el *Taper Tantrum* de 2013 y el inicio del ciclo de suba de tasas por parte de la Reserva Federal en 2015.

Desde el punto de vista empírico, el período elegido se justifica además por la mayor disponibilidad y comparabilidad de información financiera a nivel firma. En los tres países existe un número razonable de empresas no financieras que cotizan en bolsa, cuya información contable estandarizada se encuentra públicamente disponible de forma más accesible a partir de 2003, lo cual habilitó la construcción de una base de datos propia.

En el caso particular de Argentina, en 2016 se inicia un nuevo ciclo de endeudamiento externo con la reapertura de los mercados internacionales de crédito, el cual se consolida tras la firma, en 2018, del mayor préstamo otorgado por el Fondo Monetario Internacional hasta el momento. La crisis cambiaria desatada ese año provocó la consecuente reanudación del ajuste por inflación en los estados contables, lo cual marca además una ruptura metodológica relevante para los datos contables de las firmas.

En cuanto a la estrategia metodológica, se combinan fuentes y métodos cuantitativos y cualitativos mediante una estrategia de triangulación metodológica. Esta integración permite obtener una visión más completa y matizada sobre cómo la financierización afecta la distribución al interior de las firmas.

La evidencia empírica cuantitativa se construye a partir de la recolección y utilización de datos secundarios provenientes de diversas fuentes, tales como la Comisión Nacional de Valores (Argentina), la Comisión para el Mercado Financiero (Chile), la Comisión Nacional Bancaria y de Valores (México), el Banco de Pagos Internacionales (BIS por sus siglas en inglés), WID (World Inequality Database), el Banco Mundial, y la Reserva Federal de Estados Unidos.

A partir de los microdatos contables recopilados de las respectivas autoridades regulatorias del mercado de valores, se construye una base de datos de corporaciones no financieras que cotizan en las bolsas de valores de Argentina, Chile y México. La misma incluye (i) variables financieras: activos financieros en posesión de la firma, pagos financieros (pagos de dividendos), ingresos financieros (dividendos e intereses cobrados), y obligaciones negociables emitidas en moneda local y extranjera, entre otras; (ii) variables sobre la actividad principal de la firma, tales como ingresos operativos, ingresos por ventas, e ingresos antes de

intereses e impuestos; (iii) variables ingreso: salarios pagados a los empleados de la firma (incluyendo contribuciones a la seguridad social y beneficios sociales y médicos), y honorarios y remuneraciones pagados a los directores; y (iv) variables relevantes del estado de situación patrimonial, entre ellas: los niveles anuales de activos, stock de capital, y stock de deuda, entre otras.

Los datos recolectados se contrastan y complementan con datos obtenidos de bases comerciales como Worldscope y Bloomberg, las cuales contienen información financiera y contable detallada a nivel firma.

La metodología cuantitativa incluye un modelo econométrico de regresión de efectos fijos con corrección de errores, el cual permite controlar la heterogeneidad no observable por firma, país y año. Para ello se utiliza como insumo la base de datos mencionada y se plantean cuatro modelos generales. Los dos primeros explican los salarios y la remuneración a directivos en relación al capital productivo en función de variables de control estándar (cambio tecnológico, globalización, productividad y apalancamiento) y variables de financierización (acumulación de activos financieros, ingresos financieros y pagos de dividendos). Los modelos III y IV utilizan variables de deuda tanto en moneda local como en moneda extranjera, así como efectos indirectos sobre la distribución: sobreendeudamiento, descalce de monedas y riesgo de refinanciamiento. Se incluyen asimismo variables de control: ingresos operativos, beneficios y activos financieros del período anterior.

Las estimaciones generales se realizan para el período completo. También se llevan a cabo estimaciones por tamaño de firma (para los cuatro modelos) y tipo de actividad económica (solo para los modelos I y II) a partir de 2008, debido a los desbalances que genera la escasa disponibilidad de datos de ingresos en Chile y México en los años previos.

La recopilación de fuentes primarias de datos consiste en la realización de entrevistas semiestructuradas a altos ejecutivos y trabajadores de firmas seleccionadas, las cuales permiten: i) comprender y explicar cómo se han adaptado las corporaciones no financieras a las transformaciones estructurales de los sistemas financieros en las últimas décadas; ii) identificar los objetivos empresariales y sus determinantes en distintos horizontes temporales; iii) analizar cambios en las condiciones laborales; iv) identificar factores que inciden en la determinación de los salarios y la remuneración a directivos.

A partir de la información recolectada se lleva a cabo un análisis cualitativo el cual describe distintas estrategias de financierización y sus efectos en las estructuras de remuneraciones. Este tipo de análisis permite, asimismo, complementar y contrastar los resultados cuantitativos, incorporando aspectos relativos a las decisiones y el accionar de los actores.

## **0.6 Antecedentes**

En uno de los estudios pioneros sobre la financierización de las firmas no financieras estadounidenses, Greta Krippner (2005) define a la financierización como un nuevo patrón de acumulación en el cual las ganancias se realizan principalmente a través de canales financieros y no a través del sector real. En dicho trabajo, la autora examina el fenómeno a través de dos lentes. Por un lado, se observa el creciente predominio del sector financiero como fuente de beneficios de la economía en su conjunto. Por el otro, indaga acerca de las fuentes de beneficios de las corporaciones no financieras, dando cuenta de la importancia de los ingresos de portafolio en relación con los beneficios generados a través de actividades productivas. El estudio del fenómeno desde perspectivas tanto macroeconómicas como microeconómicas permite evidenciar, según la autora, que las transformaciones ocurridas en la gobernanza corporativa son una expresión de los imperativos impuestos por los mercados financieros (Krippner, 2005).

Por su parte, Stockhammer (2004) define a la financierización como el aumento de la actividad de las empresas no financieras en los mercados financieros. Desde la perspectiva del autor, el fenómeno de la financierización se halla asociado a cambios en la estructura de poder interno de la empresa, que ha derivado, de acuerdo con Orhangazi (2008), en una mayor transferencia de ingresos hacia los mercados financieros. Las mayores inversiones y oportunidades de ganancias financieras actúan como un mecanismo que altera los incentivos de los gerentes de las empresas, que desvían fondos de la inversión real hacia este tipo de actividades. Asimismo, el aumento de la compensación gerencial basada en opciones sobre acciones ha incentivado a los altos directivos a adoptar estrategias orientadas a sostener el precio de las acciones en el corto plazo, tales como recompras de acciones y el pago de elevados dividendos. Este proceso ha sido acompañado por un incremento en los pagos de intereses, en la medida en que se acrecientan los niveles de apalancamiento de las firmas. En conjunto, la mayor presión por

incrementar los pagos hacia los mercados financieros tiende a reducir los fondos internos destinados a la inversión real (Orhangazi, 2008).

Lazonick y O' Sullivan (2000) entienden por financierización a la creciente prominencia del 'valor del accionista' como modo de gobernanza y sus implicancias en las estrategias corporativas. Este proceso se expresa en el desplazamiento de la política tradicional basada en la retención de utilidades y la estabilidad del empleo -orientadas a la reinversión en capital físico y humano-, por una lógica centrada en la reducción de costos laborales y la distribución de las ganancias corporativas entre los accionistas.

Esta idea es validada teóricamente por el enfoque del gobierno corporativo conocido como Teoría de la Agencia (Jensen y Meckling, 1976), donde el principal es el accionista y el agente la conducción corporativa, al postular que, al no estar disciplinados por los mecanismos de mercado, los directivos adoptan comportamientos oportunistas orientados a satisfacer sus propios beneficios, los cuales muchas veces no se hallan alineados con los intereses generales de la firma. Por lo tanto, los teóricos de la agencia abogan por la existencia de un mercado de adquisiciones que, funcionando como un mercado de control corporativo ejerce un efecto disciplinador en el comportamiento gerencial.

En conjunto, estos desarrollos han contribuido a reconfigurar las prioridades de las corporaciones no financieras, orientándolas hacia la protección de los intereses financieros de los accionistas mediante la distribución sistemática de los beneficios empresariales (Lazonick y O'Sullivan, 2000).

De esta manera, la teoría de la agencia como enfoque predominante en la literatura de gobierno corporativo, ha desatado mecanismos de distribución favorable a los estratos superiores de la estructura empresarial (Petit, 2006), cuya contrapartida ha sido el deterioro del poder adquisitivo de los empleados y trabajadores ordinarios (Lavoie, 2009). Lin y Tomaskovic-Devey (2013) sostienen que la financierización ha traído consigo una reestructuración de la dinámica de ingresos en el sector no financiero, promoviendo una lógica que privilegia a los directivos y los accionistas. Según los autores, la menor importancia de las actividades productivas en relación con la inversión financiera disocia la generación de excedentes de la producción, fortaleciendo el poder de negociación de los propietarios y los trabajadores de élite frente al resto de los trabajadores.

Por su parte, el escenario de mayor liquidez global a partir de los años 2000 ha estimulado la participación creciente de las corporaciones no financieras en los mercados internacionales de deuda. Más precisamente, la crisis de 2008 supuso un punto de inflexión en el escenario económico de los países en desarrollo en general, y de América Latina en particular, marcando un quiebre en el patrón de acumulación de capital hasta entonces vigente (Kaltenbrunner y Paineira, 2015; Levy-Orlik 2012). Si bien sus efectos deben ser estudiados dentro de las especificidades económicas de cada país, los estados financieros de las corporaciones no financieras constituyen un indicador sustancial de los cambios en las lógicas de acumulación de capital y su vínculo con el sistema financiero (Kaltenbrunner y Karacimen, 2016; Lapavitsas y Soydan, 2022; Michell y Toporowski 2014).

Si bien las decisiones de deuda pueden contribuir a amplificar el crecimiento económico de la empresa, también intensifican la exposición de las firmas a riesgos financieros que pueden afectar negativamente su capacidad para operar y expandirse. Esto puede derivar, eventualmente, en ajustes de costos operativos como, por ejemplo, congelamientos o reducción de salarios, o reducción en el número de empleados (Acharya y otros, 2015; Bäurle, Lein-Rupprecht y Steiner, 2018).

## **0.7 Contribución**

Esta investigación contribuye a la literatura sobre financierización y desigualdad al abordar la dinámica distributiva al interior de las firmas, un ámbito aún escasamente explorado, especialmente en economías emergentes y en desarrollo. Mientras que gran parte de los estudios existentes se ha centrado en la participación salarial, el presente trabajo amplía este enfoque al analizar simultáneamente los salarios y la remuneración de los altos directivos en términos relativos al capital productivo y al total de activos en corporaciones no financieras de América Latina.

En este sentido, la tesis introduce una contribución empírica novedosa al examinar la desigualdad intrafirma desde una perspectiva que vincula la distribución del ingreso con la estructura de acumulación y la configuración financiera de las empresas, incorporando tanto dimensiones tradicionales de la financierización como aquellas asociadas al endeudamiento. Este enfoque permite identificar con mayor precisión los canales a través de los cuales las

prácticas financieras inciden de manera diferenciada sobre la compensación de los ejecutivos y los salarios del resto de los trabajadores.

Asimismo, el trabajo aporta una contribución metodológica al combinar un análisis cuantitativo con evidencia cualitativa basada en entrevistas a actores clave, lo que permite profundizar en el comportamiento y las percepciones de los agentes involucrados en la gestión empresarial. La triangulación de estos resultados, enmarcada en una perspectiva de realismo crítico, contribuye a una comprensión más integral del fenómeno.

## Bibliografía

- Abeles, M., Grimberg, F. & Valdecantos, S. (2018). La inversión extranjera directa en América Latina: algunas implicancias macrofinancieras. En M. Abeles, E. Pérez Caldentey, & S. Valdecantos (271-294): *Estudios sobre financierización en América Latina*. Santiago de Chile: CEPAL.
- Aglietta, M. (1998). Le capitalisme de demain, París, Notes de la fondation Saint- Simon
- Álvarez Peralta, I. (2008). Financiarización económica y relación salarial en las economías desarrolladas. *Problemas del desarrollo*, 39(155), 77-100.
- Allami, C. J., & Cibils, A. B. (2017). Financiarización en la periferia latinoamericana: Deuda, commodities y acumulación de reservas.
- Allami, C., Bortz, P., & Cibils, A. (2021). From "downpour of investments" to debt crisis: the case of Argentina 2015-2019. In *Capital Movements and Corporate Dominance in Latin America* (193-203). Edward Elgar Publishing.
- Araújo, E.; Bruno, M. y Pimentel, D. (2012). Financialization Against Industrialization: A Regulationist Approach of the Brazilian Paradox. *Revue de la régulation: Capitalisme, institutions, pouvoirs*, vol. 11.
- Barba, A., & Pivetti, M. (2009). Rising household debt: Its causes and macroeconomic implications- a long-period analysis. *Cambridge Journal of Economics*, 33(1), 113-137.
- Bárcena, A. (2018): Prologo. In Abeles, M., Pérez Caldentey, E. y Valdecantos, S. (Eds.): *Estudios sobre Financierización en América Latina* (13-14). Santiago de Chile: CEPAL.
- Beck, T. H.L, Degryse, H. & Kneer, C. (2012). Is more finance better? Disentangling Intermediation and Size Effects of Financial Systems. Center Discussion Paper, vol. 2012-060, Tilburg, Economics. Disponible en: [https://pure.uvt.nl/portal/en/publications/is-more-finance-better-disentangling-intermediation-and-size-effects-of-financial-systems\(2dbf9eaf-dae6-4c3f-9a2d-cf034f480751\).html](https://pure.uvt.nl/portal/en/publications/is-more-finance-better-disentangling-intermediation-and-size-effects-of-financial-systems(2dbf9eaf-dae6-4c3f-9a2d-cf034f480751).html).
- Bonizzi, B. (2013). Financialization in Developing and Emerging Countries. A Survey. *International Journal of Political Economy*, 42 (4), 83–107.
- Bortz, P. (2018). Flujos de capital y endeudamiento externo: algunas reflexiones para América Latina. En Abeles, M., Perez Caldentey, E. & Valdecantos, S. (Eds). *Estudios sobre financierización en América Latina* (295-322). Santiago de Chile: CEPAL
- Bortz, P. Fernandez, R. y Zeolla, N. (2019). La economía política del Quantitative Easing y su impacto en las economías emergentes. *Realidad Económica*, Nro. 328, año 48, 59-88.

- Bortz, P. & Kaltenbrunner, A. (2017). The International Dimension of Financialization in Developing and Emerging Economies. *Development and Change*, 49(2), 375-393.
- Bortz, P. G., Michelena, G. & Toledo, F. (2020). El Trimestre Económico, vol. LXXXVII (2), núm. 346, abril-junio de 2020, pp. 403-436.
- Boyer, R. (2000). Is a Finance-Led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism? A Preliminary Analysis. *Economy and Society*, 29(1), 111-145.
- Brenner, R. (2006). *The Economics of Global Turbulence*. London: Verso.
- \_\_\_\_\_ (2009). What is good for Goldman Sachs: the origins of the current crisis. Disponible en: <http://www.sscnet.ucla.edu/issr/cstch/papers/BrennerCrisisTodayOctober2009.pdf>
- Bruno, V., & Shin, H.S. (2015). Global Dollar Credit and Carry Trades: A Firm-Level Analysis. BIS Working Paper No. 510. Disponible en: <https://ssrn.com/abstract=2652321>
- Caballero, J., Panizza, U., & Powell, A. (2016). The second wave of global liquidity: Why are firms acting like financial intermediaries? IDB Working Paper, 641.
- Cabrera Morales, S. (2022). Financiarización y desacumulación en América Latina: Administradoras de Fondos de Inversión (2000-2019). *Realidad económica*, 52(345), 9-a.
- Callinicos, A. (2010). *Bonfire of Illusions*. New York: Wiley.
- Careneiro, R. (2019). Acumulação fictícia, especulação e instabilidade financeira. Parte I: uma reflexão sobre a financeirização a partir de Marx, Keynes e Minsky. *Economia e Sociedade*, 28, 2(66), 293-312
- Cassini, L., García Zanotti, G. & Schorr, M. (2019). Estrategias de financiarización en las producciones primarias de Argentina durante los gobiernos del kirchnerismo, 2003-2015. *Ciclos*, Vol. XXVI, Nro. 53, pp. 195-220.
- CEPAL (Comisión Económica para América Latina y el Caribe) (2016): La matriz de la desigualdad social en América Latina (LC/G.2690(MDS.1/2)), Santiago de Chile.
- Chena P., Buccella M. E. & Bosnic, C. (2018). Efectos de la financierización en el cambio tecnológico en América Latina. In Abeles, M., Pérez Caldentey, E. and Valdecantos, S. (Eds.): *Estudios sobre Financierización en América Latina* (pp. 95-138). Santiago de Chile: CEPAL. Disponible en: <https://www.cepal.org/es/publicaciones/43596-estudios-financierizacion-america-latina>
- Chena, P. & Buccella, E. (2018). Financierización, inestabilidad y crisis: Las consecuencias del valor financiero en Argentina. En: *El Imperio de las Finanzas. Deuda y Desigualdad* (53-84). Buenos Aires: Miño y Dávila.
- Chesnais, F. (1994). *La mondialisation du capital*. Paris: Syros

- Cimoli, M., & Correa, N. (2010). ICT, learning and growth: an evolutionary perspective. In *Innovation and Economic Development*. Edward Elgar Publishing.
- Correa, E., Vidal, G., y Marshall, W. (2012). Financialization in Mexico: trajectory and limits. *Journal of Post Keynesian Economics*, 35, 255–275
- Crotty, J. (2002). The Effects of Increased Product Market Competition and Changes in Financial Markets on the Performance of Nonfinancial Corporations in the Neoliberal Era, Political Economy Research Institute Working Paper No. 44.
- Davis, G. F., & Cobb, J.A. (2010). Corporations and Economic Inequality around the World: The Paradox of Hierarchy. *Research in Organizational Behavior*, 30, 35–53.
- De Gregorio, J. & Guidotti, P. E. (1995). Financial Development and Economic Growth. *World Development*, 23(3), 433-448.
- Delgado, V. (2021). Financiarización de la vivienda y de la (re) producción del espacio urbano. *Revista invi*, 36(103), 1-18.
- Duménil, G., & Lévy, D. (2005). *The neoliberal (counter)revolution*. In A. Saad-Filho & D. Johnston (Eds.), *Neoliberalism: A critical reader* (9–19). London: Pluto Press
- Dünhaupt, P. (2013). The effect of financialization on labor's share of income, Working Paper, Institute for International Political Economy Berlin, No. 17/2013, Inst. For International Political Economy, Berlin.
- \_\_\_\_\_ (2014). An empirical assessment of the contribution of financialization and corporate governance to the rise in income inequality, Working Paper No. 41/2014, Hochschule für Wirtschaft und Recht Berlin, Institute for International Political Economy (IPE), Berlin. Disponible en: <https://www.econstor.eu/handle/10419/102709>
- Epstein, G. (2001). Financialization, Rentier Interests, and Central Bank Policy, manuscript, Department of Economics, University of Massachusetts, Amherst, MA, December.
- Fernández, R., Bortz, P. & Zeolla, N. (2019). La economía política del Quantitative Easing y su impacto en las economías emergentes. *Revista Realidad Económica* N°328, año 48, 59-88.
- Flavin. M. A (1981). The Adjustment of Consumption to Changing Expectations About Future Income. *Journal of Political Economy*, 89(5), pp. 974-1009.
- Fligstein, N. & Shin, T. (2003). The Shareholder Value Society: A Review of the Changes in Working Conditions and Inequality in the U.S., 1976–2000. *Indicator*, 2(4), 5–43.
- \_\_\_\_\_ (2007). Shareholder Value and the Transformation of the U.S. Economy, 1984–2000. *Sociological Forum*, 22(4), 399–424.

- Froud, J., Haslam, C., Johal, S., & Williams, K. (2000). Shareholder value and financialization: consultancy promises, management moves. *Economy and society*, 29(1), 80-110.
- Furceri, D. & P. Loungani (2015). Capital account liberalization and inequality. IMF Working Papers, N° 15/243, November. Disponible en: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp15243.pdf>.
- Gabor, D (2016). The (impossible) repo trinity: the political economy of repo markets. *Review of International Political Economy*, 23 (6), 967-1000
- Gabor, D., & Braun, B. (2025). Green macrofinancial regimes. *Review of international political economy*, 32(3), 542-568.
- Gago, V., & Roig, A. (2018). Las finanzas y las cosas. Una etnografía del endeudamiento popular. En Chena, P. y Biscay, P. (Comp): El imperio de las finanzas. Deuda y desigualdad (219-234). Buenos Aires: Mino y Dávila
- Girón, A., & Correa, E. (2017). Políticas Públicas y Economía Feminista: entre la financiarización, la austeridad y la democracia. *Feminismos, pensamiento crítico y propuestas alternativas en América Latina*, 93-103.
- Goldstein, A. (2012). Revenge of the Managers. *American Sociological Review* 77 (2), 268–294.
- Guevara Catañeda, D. A (2015). Auge de las finanzas y desigualdad en la distribución del ingreso. Un estudio desde la perspectiva de la financiarización para Colombia 1980-2008 (Tesis de Doctorado). Universidad Nacional de Colombia, Bogotá, Colombia. Capítulo 3, pp. 139-158. Recuperado de: <http://bdigital.unal.edu.co/50985/1/80076478.2015.pdf>
- Guttmann, R. & Plihon, D. (2010). Consumer debt and financial fragility. *International Review of Applied Economics*, 24(3), 269-283.
- Harman, C. (2010). Not all Marxism is dogmatism: a reply to Michel Husson. *International Socialism Journal*, 125. Disponible en: <http://isj.org.uk/not-all-marxism-is-dogmatism-a-reply-to-michel-husson/>
- Hein, E. (2013): Finance-dominated capitalism and redistribution of income: A Kaleckian perspective, Working Paper, No. 746, Levy Economics Institute of Bard College, Annandale-on-Hudson, NY.
- Hein, E. & van Treeck, T. (2007). 'Financialisation' in Kaleckian/Post-Kaleckian models of distribution and growth, No 07-2007, IMK Working Paper, IMK at the Hans Boeckler Foundation, Macroeconomic Policy Institute

- Jensen, M. & Meckling, W. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360
- Kaltenbrunner, A & Paineira, J.P. (2018). Financierización en América Latina: implicancias de la integración financiera subordinada. En Abeles, M., Pérez Caldentey, E. & Valdecantos, S. (Eds). *Estudios sobre financierización en América Latina* (33-68). Santiago de Chile: CEPAL
- King, R. & Levine, R. (1993): Finance and Growth: Schumpeter might be right. *Quarterly Journal of Economics*, 108, 717–738.
- Krippner, G. R. (2005). The Financialization of the American Economy. *Socio-Economic Review*, 3(2), 173–208.
- Lapavistas, C. (2009). Financialised Capitalism: Crisis and Financial Expropriation. *Historical Materialism*, 17, 114–148
- Lavoie, M. (2009). Cadrisme within a Post-Keynesian Model of Growth and Distribution. *Review of Political Economy*, 21(3), 369-391.
- Lazonick, W. & O’Sullivan, M. (2000). Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance. *Economy and Society*, 29(1), 13–35.
- Lin, K-H. & Tomaskovic-Devey, D. (2013). Financialization and U.S. Income Inequality, 1970–2008. *American Journal of Sociology*, 118 (5), 1284-1329.
- Luzzi, M. (2017). La financiarización de los hogares bajo el prisma de otras crisis. *Civitas-Revista de Ciências Sociais*, 17(01), 43-60.
- McKinnon, R. (1973). *Money and Capital in Economic Development*. Washington, D.C.: Brookings Institution.
- Ocampo, J. A. (2009). The impact of the global financial crisis on Latin America. *CEPAL Review*, 97, 7-22.
- Orhangazi, Ö. (2008). Financialisation and Capital Accumulation in the Non-Financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation on the US Economy: 1973-2003. *Cambridge Journal of Economics*, 32(6), 863-886.
- Palley, T. (2007). Financialization: what it is and why it matters. Working paper No. 525, The Levy Economics Institute
- Pérez Caldentey, E. (2018). Impacto de la política de flexibilización cuantitativa en la liquidez mundial y la estabilidad financiera. En Abeles, Pérez Caldentey y Valdecantos (Eds.): *Estudios sobre financierización en América Latina* (141-170). Santiago de Chile: CEPAL

- Pérez Caldentey, E., Favreau-Negront, N. & Méndez Lobos, L (2018). Corporate debt in Latin America and its macroeconomics implications. Levy Economics Institute of Bard College, WP No. 904.
- Petit, P. (2006) From one managerial capitalism ... to another. En: Laperche, B., Galbraith, J.K., y Uzunidis, D. (Eds): *Innovation, Evolution and Economic Change: New Ideas in the Tradition of Galbraith* (38–52). Cheltenham: Edward Elgar
- Powell, J. (2013). Subordinate financialisation: a study of Mexico and its non-financial corporations (PhD Thesis). SOAS, University of London, London. Disponible en: <https://core.ac.uk/reader/19090664>
- Rey, H. (2013). Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy Independence, paper presented at the Jackson Hole Symposium, August 2013.
- Shaw, E. (1973): *Financial Deepening in Economic Development*. New York: Oxford University Press.
- Shin, H. S. & Zhao, I. (2013). Firms as surrogate intermediaries: Evidence from emerging economies [Manuscript]. Princeton University.
- Sjöberg, O. (2009): Corporate Governance and Earnings Inequality in the OECD Countries 1979- 2000. *European Sociological Review*, 25(5), 519-33.
- Stockhammer, E. (2004). Financialisation and the slowdown of accumulation. *Cambridge Journal of Economics*, 28, 719–741.
- \_\_\_\_\_ (2009). Determinants of Functional Income Distribution in OECD Countries, IMK Studies, no. 5.
- \_\_\_\_\_ (2010). Financialization and the Global Economy. Working Paper Series No. 240.
- \_\_\_\_\_ (2013). Why Have Wage Shares Fallen? A Panel Analysis of the Determinants of Functional Income Distribution. ILO Working Paper No. 470913, International Labour Organization, Geneva. Disponible en: [https://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---ed\\_protect/---protrav/---travail/documents/publication/wcms\\_202352.pdf](https://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---ed_protect/---protrav/---travail/documents/publication/wcms_202352.pdf)
- Summers, L. H. (2000). International Financial Crises: Causes, Prevention, and Cures, *The American Economic Review*, 90(2), 1-16.
- Sweezy, P. (1997). More (or less) on globalization. *Monthly Review* 49(4). Disponible en: <https://monthlyreview.org/1997/09/01/more-or-less-on-globalization/>

- Tori, D., & Onaran, Ö. (2017). The effects of financialisation and financial development on investment: Evidence from firm-level data for Europe, Greenwich Papers in Political Economy 16089, University of Greenwich, Greenwich Political Economy Research Centre.
- \_\_\_\_\_ (2018). The effects of financialization on investment: evidence from firm-level data for the UK. *Cambridge Journal of Economics*, 42(5), 1393-1416.
- Torija Zane, E. & Gottschalk, R. (2018). Patrones financieros y de inversión en América Latina desde la perspectiva del comportamiento empresarial. En: Abeles, M., Pérez Caldentey, E. and Valdecantos, S. (2018): *Estudios sobre financierización en América Latina* (205-226). Santiago de Chile: CEPAL.
- Tulumello, S. (2025). Financiarización de la vivienda como acumulación territorial en la semiperiferia: un marco comparativo. *Scripta Nova*, 29, 121-145.
- Van Treeck, T. (2007). Reconsidering the Investment-Profit Nexus in Finance-Led Economies: an ARDL-Based Approach, IMK Working Paper 01-2007, IMK at the Hans Boeckler Foundation, Macroeconomic Policy Institute.
- Vernengo, M. (2023). A Framework to Interpret Macroprudential Policies in an Era of Financialization. *Financial openness, financial fragility and policies for economic stability*, 305.
- Zeolla, N. H. (2021). *Dimensión nacional e internacional de la financiarización en América Latina: Un estudio en base a estados contables de grandes empresas no financieras de 2000 a 2015* (Tesis de Doctorado. Universidad de Buenos Aires.) Recuperado de [http://bibliotecadigital.econ.uba.ar/download/tesis/1501-1309\\_ZeollaNH.pdf](http://bibliotecadigital.econ.uba.ar/download/tesis/1501-1309_ZeollaNH.pdf)

# Capítulo 1. El fenómeno de la financierización y su expresión en América Latina

## 1.1 Introducción

¿Qué es la financierización? Lejos de ser un concepto unívoco, la financierización continúa siendo objeto de debate en la literatura especializada. Su definición, así como las formas bajo las cuales se manifiesta, varían según la corriente teórica que se adopte, el nivel de análisis considerado, y los actores implicados.

El presente capítulo examina, desde una perspectiva conceptual y empírica, dos canales principales de la financierización, articulando los niveles de análisis macro, meso y microeconómicos. El primero, al que se denomina *canal tradicional*, remite al creciente predominio de las lógicas, prácticas e intereses financieros en el funcionamiento de la economía real (Epstein, 2005). El segundo, que en esta tesis se denomina *canal del endeudamiento*, se refiere a la participación creciente de las corporaciones no financieras en los mercados internacionales de deuda.

Asimismo, el capítulo se propone indagar los posibles vínculos de estos canales con la distribución del ingreso. En cuanto al canal tradicional, la hipótesis postula que la relación ocurre a través de la reorientación de la firma hacia objetivos de corto plazo enfocados en maximizar el valor para el accionista. Respecto al endeudamiento, existen distintos mecanismos de transmisión indirectos a través de dinámicas de sobreendeudamiento, de la moneda en que se denomina la deuda y de la priorización de estrategias financieras o especulativas.

El capítulo cuenta con cinco secciones, además de esta introducción. La siguiente sección presenta una caracterización del contexto histórico de liberalización financiera y las crisis del sector externo experimentadas por las economías de la región en los años ochenta y noventa. En este contexto, se analizan las particularidades del desarrollo de los mercados de capitales en América Latina. La tercera sección aborda los orígenes del concepto de *financierización*,

su evolución en la literatura económica y las distintas interpretaciones teóricas que ha suscitado. También se incluyen dos subsecciones que exploran los vínculos entre financierización y distribución del ingreso, con énfasis en los estudios existentes para América Latina. La cuarta sección analiza el endeudamiento de las corporaciones no financieras en los mercados internacionales, en el marco de un escenario de alta liquidez global, destacando su rol como ‘intermediarios sustitutos’ y los posibles mecanismos mediante los cuales dicho fenómeno puede impactar negativamente en la distribución del ingreso. La quinta sección presenta evidencia empírica sobre ambos canales de financierización, así como tendencias distributivas a nivel agregado en Argentina, Chile y México. De ello se deriva la justificación de los países bajo estudio y el periodo de análisis seleccionado. Finalmente, se presenta un breve resumen de lo tratado en el capítulo.

## **1.2 El contexto histórico**

La expansión de la globalización financiera ha transformado la economía mundial durante más de medio siglo. Si bien tanto las economías desarrolladas como en desarrollo han incrementado progresivamente su apertura a los flujos financieros internacionales desde mediados de la década del setenta, sus efectos sobre el desempeño macroeconómico comenzaron a intensificarse a partir de los años noventa (Rey, 2015).

Desde sus orígenes, el sistema financiero internacional fue concebido con una visión que reconocía los riesgos asociados a la libre movilidad de capitales. Tanto John Maynard Keynes como Harry Dexter White -principales arquitectos del Fondo Monetario Internacional (FMI)- defendieron la necesidad de mantener controles sobre los movimientos de capital, especialmente los de corto plazo, al considerarlos una fuente central de inestabilidad durante el período de entreguerras. Dicha preocupación se halla plasmada en los estatutos del FMI: mientras que la liberalización de la cuenta corriente es obligatoria para sus miembros, la liberalización de la cuenta de capital no lo es. De hecho, la Sección 3 del Artículo VI autoriza explícitamente a los países a imponer controles sobre las transferencias de capital con el fin de regular los flujos internacionales (Buccella, Lastra y Allen, 2024).

Los riesgos asociados a la desregulación de los flujos internacionales de capital habían sido señalados por Keynes en su *Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero*, donde

advertía acerca de los peligros de que la especulación financiera domine los mercados de inversión:

*‘[...] Cuando el desarrollo del capital en un país se convierte en subproducto de las actividades propias de un casino, es probable que aquél se realice mal’* (Keynes, 1965 [1936], p.144-145).

Dicha posición es reafirmada en un memorando de 1942, donde Keynes señalaba:

*‘Se cree ampliamente que el control de los movimientos de capital, tanto de entrada como de salida, debería ser una característica permanente del sistema de posguerra...’* (Keynes, 1942, citado en Horsefield, 1969, p. 13).

No obstante, este enfoque fue desplazado a partir de los años setenta por un paradigma centrado en la desregulación y apertura financiera. Los trabajos seminales de McKinnon (1973) y Shaw (1973) en torno al concepto de ‘represión financiera’ dieron origen a una vasta literatura que destaca los beneficios de la liberalización sobre el crecimiento económico, al incrementar el volumen de fondos disponibles para la inversión. Según esta visión, una economía ‘financieramente reprimida’ -caracterizada por controles sobre las tasas de interés, barreras comerciales y restricciones a los flujos internacionales de capital (McKinnon, 1973), genera distorsiones que dificultan el funcionamiento eficiente e integrado del sistema financiero (Jafarov, Maino y Pani, 2019).

En su libro *Money and Capital in Economic Development*, McKinnon (1973) propone reducir distorsiones mediante tasas de interés reales positivas, la eliminación de controles administrativos (como techos a tasas, asignaciones dirigidas de crédito o requisitos de reservas), y políticas macroeconómicas orientadas a la estabilidad de precios. Según esta visión, dichas reformas permiten asegurar una mejor asignación del capital y mayores incentivos al ahorro y la inversión.

Además de estos efectos directos, la literatura en esta línea ha identificado beneficios indirectos de la liberalización financiera sobre el crecimiento económico. Entre ellos el fortalecimiento del rol informativo de los precios financieros en la asignación de recursos (De Gregorio y Guidotti, 1995; King y Levine, 1993), y una mayor capacidad de los hogares para

suavizar el consumo intertemporal debido al desarrollo de los mercados financieros (Flavin, 1981; Summers, 2000).

Estas ideas no sólo generaron un amplio debate académico, sino que también influyeron significativamente en las políticas públicas, promoviendo la liberalización de los mercados financieros y la apertura de la cuenta de capital en numerosos países. Este giro marcó el inicio desde mediados de los años setenta de una nueva etapa en la arquitectura financiera global, caracterizada por una creciente desregulación y apertura de mercados. Ello estuvo acompañado, en particular, por una entrada masiva de capitales privados hacia las economías en desarrollo, marcando el inicio de un nuevo ciclo de endeudamiento externo.

La primera gran transformación del sistema internacional tras Bretton Woods se produjo con la Crisis del Petróleo de los años setenta, que provocó un fuerte aumento en los precios del crudo. Los elevados excedentes obtenidos por los países exportadores fueron canalizados hacia los bancos del norte global, que reciclaron estos fondos -los llamados ‘petrodólares’-, mediante préstamos sindicados a economías en desarrollo. Sin embargo, este auge del crédito privado concluyó abruptamente cuando, en 1979, la Reserva Federal estadounidense, bajo la presidencia de Paul Volcker, aumentó drásticamente las tasas de interés para contener la inflación.

Esto se tradujo en un encarecimiento considerable del servicio de la deuda de los países prestatarios. En 1982, México declara la cesación de pagos, marcando el inicio de la llamada ‘Década Perdida’ en América Latina: una sucesión de crisis de deuda externa en diversas economías de la región.

La primera fase de la respuesta a la crisis estuvo enmarcada bajo el Plan Baker (1985), que impulsó nuevos préstamos destinados al pago de intereses, aumentando el endeudamiento sin resolver los desequilibrios estructurales. Ante el estancamiento persistente de dichas economías, emergieron nuevas propuestas basadas en el reconocimiento de la necesidad de reducir el *stock* de deuda. En una segunda fase, bajo el Plan Brady (1990-1993), se promovió la reestructuración mediante la conversión de préstamos bancarios en bonos negociables (*Bonos Brady*), incorporando descuentos que implicaron quitas sobre el capital. Este mecanismo facilitó la entrada de una nueva clase de acreedores: los inversores en bonos soberanos.

La reducción de las condiciones onerosas para la reestructuración facilitó la recuperación económica de América Latina, al menos durante la primera parte de la década del noventa. Durante esos años, se abrió un nuevo ciclo de financiamiento externo favorecido por reformas estructurales orientadas a liberalizar los mercados, aumentar la participación del sector privado y atraer capitales internacionales (Stallings, 2014).

No obstante, este proceso también trajo aparejadas nuevas vulnerabilidades. En 1994-1995, México sufrió una severa crisis financiera -la ‘Crisis del Tequila’- tras el colapso de sus reservas internacionales y la pérdida de confianza en su régimen cambiario. La crisis se propagó rápidamente a otros países latinoamericanos, evidenciando los riesgos de contagio asociados a la liberalización financiera. Poco después, en 1997, tuvo lugar la crisis del sudeste asiático, iniciada en Tailandia. A éstas le siguieron las crisis de Rusia (1998), Brasil (1999), y Argentina (2001-2002), consolidando un patrón de inestabilidad recurrente en economías abiertas a los flujos de capital.

El mundo desarrollado tampoco estuvo exento de episodios de inestabilidad financiera. Por ejemplo, la crisis del Sistema Monetario Europeo (1992-1993) expuso las tensiones de mantener tipos de cambio fijos en un contexto de alta movilidad de capitales. Por su parte, Japón enfrentó el estallido de las burbujas inmobiliaria y bursátil a fines de los años ochenta, dando inicio a una prolongada recesión deflacionaria conocida como la ‘década perdida’ (1992-2003).

### ***1.2.1 El mercado de capitales en América Latina y sus transformaciones en las últimas décadas***

Al calor de los fenómenos mundiales de liberalización y globalización financiera, los países de América Latina experimentaron un conjunto de reformas institucionales desde comienzos de la década de 1980, los cuales facilitaron una mayor integración de las estructuras productivas locales con los mercados financieros internacionales (Torija Zane y Gottschalk, 2018).

En el marco de un cambio global en el paradigma de los sistemas de pensiones, Chile se convirtió, en 1981, en el primer país en sustituir completamente el sistema de reparto público

por uno de capitalización individual gestionado por administradoras privadas. Por su parte, en los años noventa, once países de la región implementaron reformas estructurales orientadas a cambiar el sistema de contribución, complementando, en algunos casos, el sistema previo, o reemplazando totalmente el sistema de reparto por uno de capitalización individual.<sup>1</sup>

La implementación de las cuentas de capitalización individual no sólo transformó el sistema de pensiones en muchos países, sino que también dio lugar al desarrollo de una nueva industria de gestión de fondos. A partir de entonces, los fondos de pensiones adquirieron una posición central como inversionistas institucionales, convirtiéndose en los principales intermediarios financieros. Estos desempeñaron un papel clave en los mercados de capitales nacionales al canalizar el ahorro privado hacia la inversión en valores públicos y privados, lo que contribuyó a la profundización de los mercados financieros locales.

Por otra parte, de la mano del apogeo de la teoría de los incentivos económicos, la privatización de empresas públicas durante los años noventa se presentó como una herramienta vital para fomentar mejoras en la eficiencia y optimizar las cuentas fiscales (Chong y Benavides, 2007). Las privatizaciones no solo actuaron como un estímulo a la mayor participación de los inversores institucionales, sino que además contribuyeron a desarrollar los mercados de capital locales. Los volúmenes de capital movilizados por los adquirientes se tradujeron en una mayor capitalización bursátil y un mayor número de títulos cotizados. Asimismo, la privatización permitió la entrada de nuevas empresas al mercado, diversificando las oportunidades de inversión y fomentando el desarrollo de nuevos instrumentos financieros, como acciones preferentes y bonos corporativos. De esta manera, los mercados de capitales se volvieron más atractivos, no solo para los inversores particulares, sino también para otras empresas (LANIC, 2019).

En relación a esto, los años noventa fueron testigo de un aumento considerable de los flujos de Inversión Extranjera Directa (IED) en la región. La desregulación y privatización de las empresas estatales, junto al arribo de empresas transnacionales, -que aprovecharon las nuevas condiciones para expandirse mediante procesos como fusiones y adquisiciones-, fueron dos

---

<sup>1</sup> En el caso de Argentina, el sistema de pensiones, parcialmente privatizado en 1994, volvió a adoptar un sistema de reparto en 2008.

de los principales motores detrás del incremento de estos flujos de capital (Morales Fajardo, 2009).<sup>2</sup>

A su vez, el sistema bancario de algunas de las economías más importantes se modificó significativamente. Los bancos internacionales adquirieron una mayor participación local, la propiedad del Estado declinó, y los intermediarios financieros especializados adquirieron un papel cada vez más relevante (OCDE, 2003). De igual modo, durante los años noventa, se implementaron un conjunto de reformas con el fin de promover el desarrollo de los mercados de capitales locales. Entre ellas, se crearon organismos y agencias de regulación y supervisión, se fijaron leyes sobre ventas internas, se establecieron acuerdos de custodia, se diseñaron sistemas de comercio (bolsas de valores centralizadas, declaración de acciones y sistemas de liquidación), así como procesos de declaración y liquidación para facilitar las operaciones de mercado (Mesa-Lago y Márquez, 2007).

Junto con la aparición de nuevos actores, como los seguros y los fondos de inversión, los años posteriores también fueron testigos de nuevas reformas institucionales. A comienzos de los años 2000, frente a la ola de escándalos corporativos -principalmente en Estados Unidos-, surgieron una serie de documentos para América Latina que cristalizaban un conjunto de principios sobre la importancia de la buena gobernanza corporativa y sus implicancias, por ejemplo, en las operaciones y decisiones de inversión (OCDE, 2003; 2004). Además de los escándalos financieros internacionales, las sucesivas crisis latinoamericanas, el papel cada vez más importante de los fondos de pensiones, y la debilidad histórica de los accionistas minoritarios asociada a la estructura de propiedad concentrada en la región<sup>3</sup>, entre otros factores, dieron impulso a la sanción, en varios países, de medidas legislativas para proteger los derechos de los fondos de pensiones y otros accionistas minoritarios (Torija Zane y Gottschalk, 2018).<sup>4</sup>

---

<sup>2</sup> Abeles, Grimberg y Valdecantos (2018) señalan que la popularidad de la IED ha radicado en parte en la relativa estabilidad de estos flujos como fuente de financiamiento a diferencia de otros más volátiles, como las inversiones de portfolio, especialmente relevante en los años noventa, tras las crisis del sector externo.

<sup>3</sup> Para cuestiones sobre la estructura de propiedad, véase capítulo II.

<sup>4</sup> En Chile, la Ley de Ofertas Públicas de Adquisición fue sancionada en el año 2000, mientras que en 2009 y 2014 se promulgaron la Ley de Gobierno Corporativo y las reformas a la Ley del Mercado de Capitales, respectivamente. En el caso de México, en 2006 se aprobó la Ley del Mercado de Valores, y en 2014, la Ley de

La naturaleza del financiamiento exhibió, igualmente, ciertas transformaciones. Entre ellas, la caída de la dolarización de los préstamos y bonos, y la estructura de vencimiento más larga de los bonos públicos y privados. Por otra parte, se ampliaron el número y la complejidad de los participantes del mercado a través de un conjunto más amplio de instituciones intermediarias, las cuales han pasado a jugar un rol destacado como garantes de la demanda de activos financieros nacionales. Si bien los inversores institucionales crecieron en tamaño y sofisticación, una gran proporción de sus carteras permaneció invertida en bonos públicos y depósitos bancarios (de la Torre, Ize, & Schmukler, 2012).

No obstante, ciertas características estructurales de estos mercados han permanecido invariables. Dos de ellas son su alto nivel de iliquidez y segmentación. La deuda suele estar denominada en moneda extranjera y concentrada en vencimientos de corto plazo, lo que expone a estas economías a riesgos tanto de refinanciamiento como cambiarios (de la Torre y Schmukler, 2008).

Por su parte, la iliquidez del mercado accionario se explica, del lado de la demanda, por la elevada concentración de inversores institucionales con características específicas en la composición de sus carteras, como se señaló previamente. Por el lado de la oferta, la misma es un reflejo de la concentración de la estructura de propiedad, la cual se traduce en una relación de flotación baja, lo que significa que el porcentaje de acciones que efectivamente se encuentran disponibles para transacciones en la bolsa es poco significativo en relación al total de acciones emitidas por la empresa (Galindo, Micco y Panizza, 2007).

Al calor de las transformaciones en los mercados financieros internacionales y en los mercados de capital locales, surge y cobra relevancia el concepto de financierización. La siguiente sección examina sus orígenes, sus distintas acepciones y los enfoques teóricos que la abordan.

---

Transparencia y Gobierno Corporativo. Por su parte, Argentina, más tardíamente, sancionó la Ley del Mercado de Capitales en 2012 y la Ley de Sociedades por Acciones en 2015.

### 1.3 El ‘canal tradicional’ de la financierización

#### *1.3.1 Sobre el concepto de financierización: raíces históricas y consolidación analítica*

A comienzos del siglo XX, la tradición marxista clásica sentó las bases del análisis crítico sobre el rol del capital financiero en la dinámica del sistema capitalista. Rudolf Hilferding (1910) sostenía que la creciente dependencia de los sectores industrial y comercial del financiamiento bancario impulsó la fusión entre el capital bancario y el capital productivo, dando lugar al surgimiento del capital financiero y al fortalecimiento del poder monopolista. Estas ideas fueron posteriormente retomadas por Lenin (1968 [1917]) en su teoría del imperialismo, quien enfatizaba la centralidad que ocupaba el capital financiero en la expansión colonial. Rosa Luxemburg (1913), por su parte, introdujo una crítica distinta al plantear que la acumulación capitalista necesitaba de espacios no capitalistas para realizar sus excedentes, y que el capital financiero, a través del endeudamiento de Estados periféricos, cumplía una función esencial en dicho proceso expansivo.

Décadas más tarde, en un contexto marcado por la crisis del orden fordista y el avance del neoliberalismo, el concepto de *financierización* comienza a circular con fuerza en el ámbito de la economía política heterodoxa anglosajona. Uno de los primeros en emplear el término como categoría analítica fue Kevin Phillips, quien en sus obras *Boiling Point* (1993) y *Arrogant Capital* (1994) describe la creciente presencia de las finanzas en la vida económica y social de Estados Unidos.

Junto a éste, otros autores como Arrighi (1994), Chesnais (1994), Salama (1996) y Serfati (2001) contribuyeron a consolidar el estudio de la financierización desde una perspectiva histórica y estructural. Arrighi (1994), por ejemplo, la interpreta como una nueva fase expansiva del capitalismo, emergente de la crisis de los años setenta, caracterizada por la valorización a través de mecanismos financieros. Salama (1996), por su parte, adopta una definición cuantitativa, centrada en el peso creciente de los activos financieros en la composición patrimonial de las empresas y los Estados. Mientras tanto Foster (2007), sin desconocer las raíces históricas del fenómeno, sostiene que su expresión contemporánea radica en el desacople del sector financiero respecto de las necesidades de la economía productiva. Estas líneas de análisis, de raíz marxista, fueron luego retomadas por otras aproximaciones

institucionalistas, como la escuela de la regulación francesa, cuyos postulados principales se discuten más adelante.

Lo cierto es que hasta hoy la literatura carece de una definición unificada del término. Una de las definiciones más populares es la provista por Epstein, quien describe a la financierización como ‘*la creciente importancia de los intereses financieros, los mercados financieros y los agentes e instituciones financieras en el funcionamiento de las economías nacionales e internacionales*’ (Epstein 2001, p. 1). En este sentido, Krippner (2005) sostiene que el término alude a un nuevo patrón de acumulación basado en ganancias financieras, mientras que van der Zwan (2014) destaca la centralidad del concepto al permitir captar sus implicancias en la vida cotidiana y en las transformaciones institucionales del Estado de bienestar.

### ***Corrientes teóricas y enfoques comparados***

Podría decirse que parte del carácter no unívoco del término obedece a las diferencias teóricas y metodológicas entre las distintas escuelas heterodoxas de pensamiento económico sobre el funcionamiento de la economía (Mader, Mertens y van der Zwan, 2020). En la economía política marxista, los autores agrupados en torno a la revista *Monthly Review* han caracterizado a la acumulación capitalista del siglo XX a partir de tres grandes tendencias: i) la desaceleración de la tasa de crecimiento; ii) el crecimiento a escala global de las corporaciones multinacionales monopolistas (u oligopolistas); iii) la financierización del proceso de acumulación de capital (Sweezy, 1997).

Según esta perspectiva, los monopolios generan un excedente creciente que, a partir de ciertos umbrales, no puede ser plenamente absorbido en la esfera productiva (Baran y Sweezy, 1966). Frente a la amenaza que esto supone al estancamiento económico, el capital se desplaza hacia la esfera de la circulación, amparándose en canales puramente financieros, en muchos casos de carácter especulativo (Sweezy, 1997).<sup>5</sup>

---

<sup>5</sup> En contraste con este enfoque, dentro del marxismo clásico otros autores han enfatizado el papel de la acumulación y la caída de la tasa de ganancia en el sector productivo como factores explicativos de las crisis de las últimas décadas, otorgando las finanzas un rol más bien secundario (Brenner 2006, 2009; Callinicos, 2010; Harman, 2010).

La escuela de la regulación francesa, por su parte, ha abordado el papel de las finanzas en el marco del modelo de desarrollo emergente tras la desintegración del régimen de acumulación fordista, al que denomina ‘régimen de acumulación impulsado por las finanzas’. Dicho régimen es definido como la configuración de formas institucionales caracterizadas por el protagonismo del mercado de valores y el crédito, la flexibilidad del mercado laboral, el crecimiento del consumo financiado con deuda, los flujos internacionales de capital, la estabilidad de precios y las nuevas formas de propiedad y gestión empresarial (Boyer, 2000).

Dentro de este enfoque, dos dimensiones han recibido especial atención: por un lado, los vínculos entre la creciente centralidad de las finanzas y la relación salarial y, por otro, las transformaciones que han tenido lugar en el ámbito de la empresa (Álvarez Peralta, 2008). En relación con la primera, Boyer (2000) sostiene que el dominio financiero se configura como una norma que se impone desde las finanzas al resto de la economía, generando presiones a la baja sobre la masa salarial y favoreciendo la transferencia de ingresos desde los asalariados hacia a los inversores institucionales, en particular a través de los sistemas de ahorro previsional (Aglietta, 1998). En cuanto a los cambios a nivel de la firma, la escuela regulacionista ha enfatizado las consecuencias de las transformaciones en la gestión del gobierno corporativo y la consolidación del paradigma del valor para el accionista en la dinámica de acumulación (Aglietta, 2000).

Por su parte, gran parte de los análisis de la escuela postkeynesiana se han centrado en la estabilidad financiera, la distribución del ingreso y los efectos sobre la inversión real (Stockhammer 2004, 2009; Hein 2015). Más precisamente, distintos trabajos han retomado los aportes conceptuales de Hyman Minsky para explicar la fragilidad financiera y la tendencia a las crisis recurrentes en las economías capitalistas contemporáneas (de Paula y Alves, 2000; Kregel, 1998; Medeiros, 2010). Asimismo, esta tradición comparte con la escuela regulacionista el énfasis en las transformaciones en el comportamiento de las corporaciones no financieras, orientadas cada vez más a la realización de beneficios financieros (Hein y Van Treeck, 2007; Stockhammer, 2004; Onaran y Tori, 2017).

Por último, aunque no siempre utiliza el término financierización, la escuela estructuralista latinoamericana ha analizado tempranamente los efectos regresivos de la apertura financiera y el endeudamiento externo, en particular sobre la distribución del ingreso y la capacidad

productiva de las economías periféricas (Ocampo, 2001; Cimoli y Correa, 2010). Esta perspectiva resulta especialmente relevante por su énfasis en la restricción externa y en la recurrencia de ciclos de endeudamiento, que tienden a intensificarse en contextos de liberalización financiera (Chena y Buccella, 2018).

### ***La financierización por niveles y actores***

Tal como se discutió en el apartado anterior, la financierización se refiere a la expansión de las lógicas financieras en distintos ámbitos de la economía y la sociedad; sin embargo, la naturaleza del fenómeno varía según el nivel de análisis -macro, meso o microeconómico- y los actores implicados -los hogares, el Estado, y las firmas-. En esta sección se propone una lectura enlazada que, en conjunto con lo descrito en la sección anterior, permite dar cuenta del enfoque teórico adoptado en esta tesis, así como el objeto de estudio y los niveles económicos en los que se enmarca la investigación.

En cuanto al plano macroeconómico, distintos trabajos destacan la disociación entre el sector real y el financiero, enfatizando la desconexión creciente entre la producción y la valorización financiera (Phillips, 1994; Krippner, 2005). Desde esta perspectiva, el Estado ha desempeñado un papel central en las políticas de apertura, desregulación y liberalización, así como de reformas en los marcos de gobernanza corporativa (Chesnais, 1996; Duménil y Lévy, 2005).

A nivel microeconómico, la creciente participación de los hogares en los mercados financieros y el alza del apalancamiento ha llevado a financiar mediante deuda una porción cada vez mayor del consumo, basado en la riqueza financiera y no en ingresos corrientes (Barba y Pivetti, 2009; Guttman y Plihon, 2010; Hein, 2015).

Desde una perspectiva mesoeconómica, el sector financiero ha experimentado profundas transformaciones estructurales, moldeando el funcionamiento del resto del sistema económico. Esto se refleja en la mayor inestabilidad sistémica vinculada a las crisis financieras recurrentes (Carneiro, 2019; Chena y Buccella, 2018), la proliferación de innovaciones como el *shadow banking* (Gabor y Braun, 2020), y la creciente orientación especulativa del negocio bancario (Gabor, 2016; Lapavitsas, 2009).

La financierización de las firmas no financieras puede describirse en los distintos planos de análisis. A nivel microeconómico, a través de cambios en sus objetivos y decisiones estratégicas; en el plano mesoeconómico, a partir de la adopción de mecanismos orientados al mercado financiero; y en el plano macroeconómico, por el peso que este tipo de empresas tienen en la economía en su conjunto.

Stockhammer (2006, 2010) señala que el enfoque centrado en el accionista, -entendido como el cambio en el comportamiento corporativo a partir de la presencia de los mercados financieros como mecanismo de control-, constituye el corazón del fenómeno de la financierización. Tal como se discutirá en detalle en el siguiente capítulo, esto fue respaldado ideológicamente por las teorías de la firma, que analizan la gobernanza corporativa en términos de problemas de principal-agente (Jensen y Meckling, 1976). En este sentido, la literatura sobre financierización sostiene que el paradigma de ‘creación de valor para el accionista’ y la reconfiguración del gobierno corporativo han derivado en un *crowding-out* financiero (Krippner, 2005; Orhangazi, 2008, Tori y Onaran, 2017), reduciendo los recursos internos para la inversión real (Lazonick y O’Sullivan, 2000; Van Treek, 2007).

Más específicamente, el creciente involucramiento de las corporaciones no financieras en actividades financieras, a través de pagos financieros y la realización de ganancias financieras, ha reducido los recursos destinados a la inversión productiva y los salarios. A su vez, los ejecutivos corporativos han sido los principales beneficiarios de este enfoque, en la medida en que los rendimientos financieros se convierten en el principal indicador de desempeño empresarial (Lazonick, 2014).

De esta manera, la revisión del concepto de financierización a través de distintas tradiciones teóricas, junto con la distinción entre niveles de análisis y actores involucrados, permite identificar el enfoque adoptado en esta tesis, centrado en la financierización de las corporaciones no financieras. Si bien los análisis y hallazgos se sitúan principalmente en el plano microeconómico, el estudio incorpora además elementos macro y mesoeconómicos para contextualizar el comportamiento de las firmas en relación con las estructuras económicas, institucionales y los vínculos financieros internacionales.

Aunque con referencia a la literatura de financierización más tradicional, la perspectiva principal que guía el análisis es la de la escuela postkeynesiana, en tanto proporciona el marco

para articular, tanto teórica como empíricamente, los vínculos entre la financierización, el comportamiento corporativo y la distribución del ingreso, a partir de la utilización de microdatos de empresas. Dicha tradición brinda el andamiaje teórico para comprender cómo la búsqueda de rentabilidad financiera de corto plazo ha reconfigurado las decisiones estratégicas de las firmas no financieras, priorizando la distribución hacia accionistas y ejecutivos en detrimento de la inversión productiva y los salarios.

Asimismo, se integran contribuciones de la escuela estructuralista latinoamericana, especialmente en lo referido a la importancia del endeudamiento externo y la especialización productiva como condicionantes estructurales del comportamiento empresarial y sus consecuencias distributivas. Este enfoque es clave para contextualizar las estrategias de las firmas en economías periféricas especialmente vulnerables a perturbaciones externas, como Argentina, Chile y México. Además, la tesis se complementa con herramientas de las finanzas corporativas tradicionales y las finanzas internacionales, particularmente en lo que respecta a la operacionalización de indicadores (véase capítulo 3).

Por último, en línea con el contexto histórico desarrollado en la primera sección, esta tesis se adscribe a la interpretación postkeynesiana que concibe a la financierización como una fase específica del capitalismo contemporáneo. Tal como señalan Feliciano Cruz, Ferreiro y Rodríguez-Fuentes (2025), desde este enfoque la financierización puede entenderse como *‘(...) una etapa del capitalismo caracterizada por un mayor tamaño e influencia del sector financiero, marcada por una transformación institucional originada en las desregulaciones financieras de la década de 1980’*. En consonancia con esta perspectiva, el presente trabajo entiende a la financierización como las dimensiones problemáticas del auge de las finanzas en diferentes actores, niveles y sectores económicos desde la década de 1970 (Guevara Castañeda, 2015).

### ***1.3.2 La financierización y la distribución del ingreso***

A partir de los años ochenta, la mayor desigualdad personal del ingreso ha coincidido con una mayor concentración del ingreso en los sectores más altos. Esto se ha visto acompañado de un deterioro de la participación del ingreso laboral en el PIB, tanto en los países desarrollados como en los países en desarrollo (Guschanski y Onaran, 2024). En el caso de las economías avanzadas, dicha tendencia se ha consolidado como un hecho estilizado. El aumento sostenido

del coeficiente de Gini y la caída de la participación salarial pueden enmarcarse dentro de un conjunto de transformaciones económicas e institucionales iniciadas al menos hace cuatro décadas. Una parte de la literatura sostiene que estos cambios han contribuido a la gestación de desequilibrios estructurales que actuaron como factores desencadenantes de la Crisis Financiera Global (Fitoussi y Stiglitz, 2009; Lysandrou, 2011; Wisman, 2013).

Pese a la renovada atención que la cuestión distributiva ha adquirido tras la crisis, los salarios nominales en muchos países desarrollados han mostrado escaso dinamismo, incluso en contextos de bajo desempleo, evidenciando una desconexión entre la evolución del mercado laboral y los ingresos. Dicho patrón ha estado acompañado por una transformación en la naturaleza del trabajo y de las relaciones laborales, orientada hacia modalidades más flexibles y precarizadas (Arsov y Evans, 2018; Hong, Kóczán, Lian y Nabar, 2018).

En contraste, las economías emergentes y en desarrollo han mostrado trayectorias más heterogéneas. Las estimaciones no ponderadas por población indican que, en promedio, la desigualdad al interior de estos países aumentó significativamente durante las décadas de 1980 y 1990, mostrando una mejora parcial en varios casos a partir de mediados de los 2000. A pesar de estos avances, los niveles de desigualdad siguen siendo sustancialmente más altos que en los países desarrollados (Lakner, 2016). Distintos trabajos señalan que la mejora distributiva en los países periféricos, en su conjunto, ha estado influida por el crecimiento económico sostenido de América Latina, al menos hasta 2010, a partir de cuando comienzan a evidenciarse límites en la sostenibilidad del impulso redistributivo (Lakner, 2016; Lustig, López-Calva y Ortiz-Juárez, 2013).

A diferencia de las economías avanzadas, donde la distribución personal y funcional del ingreso tienden a evolucionar de manera paralela, en América Latina las mejoras en la distribución personal del ingreso no se tradujeron en una mayor participación de los ingresos laborales en el producto (Abeles, Amarante y Vega, 2014). De hecho, la participación laboral se redujo en la mayoría de los países de la región entre 1990 y 2010. Estas dinámicas deben interpretarse en el marco de las desigualdades estructurales persistentes que históricamente han caracterizado a América Latina, posicionándola como la región más desigual del mundo (CEPAL, 2016).

El análisis de estos fenómenos requiere, además, superar las limitaciones de las estadísticas tradicionales centradas en la medición del ingreso individual, que tienden a subestimar los ingresos de los sectores más ricos y, por ende, distorsionan las estimaciones de desigualdad (Amarante y Jiménez, 2015). En respuesta a estos límites, el trabajo seminal de Thomas Piketty (2003), basado en registros fiscales que permite reconstruir los ingresos de los estratos superiores (Amarante y Jiménez, 2015), muestra que, en 2019, el 1% más rico de América Latina concentraba en promedio el 31,7% del ingreso nacional, una proporción considerablemente superior a la de, por ejemplo, Estados Unidos (18,8%) o la Unión Europea (11,2%).

Si bien la teoría *mainstream* ha abordado ampliamente el papel del cambio tecnológico y la globalización como los principales determinantes, la literatura crítica evidencia que la financierización, y en particular, el giro hacia la creación de valor para el accionista ha contribuido al aumento de la desigualdad. Por un lado, esto supone un impacto sobre la distribución personal del ingreso. El crecimiento exorbitante de la remuneración de los directivos corporativos, junto al estancamiento e incluso disminución de los salarios reales del resto de los trabajadores, ha contribuido a una mayor dispersión salarial (Dünhaupt, 2014; Zalewski y Whalen, 2010). Además, asegura Thompson (2013), la transferencia de poder desde la gerencia a los directores ejecutivos, más alineados con los deseos de los accionistas, limita la capacidad para ofrecer recompensas y oportunidades adecuadas a los empleados, profundizando así las brechas internas.

La financierización también incide sobre la participación relativa de los salarios y el excedente en el valor agregado (Dünhaupt, 2017; Pariboni y Tridico, 2019; Kohler, Guschanski, y Stockhammer, 2019). Diversos estudios muestran que la gobernanza corporativa, crecientemente alineada con intereses financieros, se ha ido desconectando paulatinamente de la generación de valor real de la empresa (Thompson, 2013), afectando negativamente el poder de negociación de los trabajadores (Lin y Tomaskovic-Devey, 2013). La orientación hacia el accionista, asimismo, ha incentivado procesos de reestructuración, tercerización y fragmentación de la producción, lo que se traduce en mayor inseguridad laboral y mayor exposición al despido (Appelbaum, 2017; Batt, 2018; Thompson, 2013).

A su vez, la caída de la densidad sindical, estrechamente vinculada a la participación del trabajo en el ingreso (Guschanski, y Onaran, 2022), se ha visto intensificada en parte por las

estrategias financieras de las corporaciones no financieras. Sujetas a presiones crecientes de repago de deuda y/o exigencias para maximizar los retornos a los accionistas en el corto plazo, este tipo de empresas suele presionar a la baja las tasas de sindicalización como mecanismo de reducción de costos laborales (Gouzoulis, Galanis y Iliopoulos, 2024).

Además, la creciente influencia de los grupos financieros puede llevar a una retirada del Estado en ciertas áreas esenciales, ya sea de forma directa o indirectamente, por ejemplo, a través de la privatización de empresas públicas. En la medida en que el Estado no genera ingresos de capital, pero sí paga salarios, la disminución del peso de su actividad general se traduce en una menor participación del trabajo en el ingreso total de la economía (Barradas, 2019; Dünhaupt, 2017; Fine, 2013).

### ***1.3.3 Los estudios sobre financierización en América Latina***

Los estudios sobre financierización en América Latina son menos numerosos y más esporádicos en comparación con los desarrollados para otras regiones (Bárcena, 2018). A nivel agregado, diversos trabajos han indagado el creciente peso del sector financiero en la economía, su desvinculación de las necesidades de la economía real y las consecuencias de este proceso sobre el desarrollo económico. Entre las contribuciones en esta línea destacan Araújo, Bruno y Pimentel (2012), Beck, Degryse y Kneer (2012), y Correa, Vidal y Marshall (2012), Pérez Caldentey y Vernengo (2021).

En particular, Chena, Buccella y Bosnic (2018) analizan los efectos negativos de la financierización en el cambio tecnológico en cuatro economías latinoamericanas entre 1980 y 2014, mientras que Guevara Castañeda (2015) examina su impacto en la distribución regresiva del ingreso en Colombia entre 1980 y 2008. Por su parte, Kaltenbrunner y Paineira (2018), así como Malic y Santarcángelo (2022), abordan el fenómeno desde la perspectiva de las jerarquías monetarias internacionales, mostrando cómo el carácter subordinado de estas economías influye en la creciente vinculación de los actores económicos locales con el sector financiero. Más precisamente, García Zanotti y Cassini (2024) analizan la financierización subordinada en los sectores primarios argentinos a partir de la inserción en las cadenas globales de valor en el período 2003-2021.

Otro conjunto de estudios se centra en las implicancias de la apertura a los flujos internacionales de capital, la regulación de la cuenta capital, el endeudamiento externo y el papel de la inversión extranjera directa en el desarrollo económico. Entre ellos se destacan Abeles, Grimberg y Valdecantos (2018), Allami, Bortz y Cibils (2021), Allami y Cibils (2017), Bastourre y Zeolla (2018), Bortz (2018). Además, Zeolla, Fernández y Bortz (2019), junto con Pérez Caldentey (2018) y Vernengo (2023), reflexionan sobre la estabilidad financiera en el contexto de los cambios estructurales del sistema financiero internacional, subrayando la importancia de las herramientas macroprudenciales.

Desde la óptica de las cadenas globales de valor, algunos trabajos han explorado cómo la financierización se manifiesta a través de nuevas formas de inserción productiva. Entre ellos se encuentran los estudios de Aguiar de Medeiros y Trebat (2018), Clemente (2023) y Santana Borges (2017). Por su parte, Carrera (2018) y Rondinone y Cristóforo (2023) analizan el papel de la financierización en la formación y volatilidad de los precios de los *commodities*, así como su vínculo con los mercados de futuros.

A nivel de los actores, distintos estudios evidencian un mayor involucramiento de los hogares en prácticas financieras y en la obtención de ganancias de carácter financiero (Kaltenbrunner y Paineira, 2018; Powell, 2013), muchas veces a través de mecanismos informales (Luzzi, 2017; Gago y Roig, 2018). También se ha investigado la creciente influencia de los intereses privados en la esfera pública, mediante el rol de las administradoras de fondos de inversión (Cabrera Morales, 2022), la calidad de las políticas públicas (Girón y Correa, 2017) y el acceso a la vivienda (Delgadillo, 2021; Tulumello, 2025).

Como se abordará en mayor detalle en el capítulo tres, una serie de estudios ha analizado la financierización de las empresas no financieras a partir del uso de microdatos empresariales. Entre ellos destacan los trabajos de Torija Zane y Gottschalk (2018), Rabinovich y Pérez Artica (2020) y Zeolla (2021). Sin embargo, los efectos de la financierización sobre la distribución del ingreso al interior de las firmas han sido escasamente explorados de forma directa, lo cual resulta llamativo al tratarse de una problemática estructural e históricamente relevante en la región. En este contexto, la presente tesis busca contribuir a este vacío mediante el análisis de dichos efectos a nivel firma.

Hasta aquí se ha explorado lo que esta investigación denomina como *financierización tradicional*: el mayor predominio de lógicas y prácticas financieras por parte de las corporaciones no financieras, expresado a través de mayores pagos e ingresos financieros. No obstante, el avance progresivo hacia la apertura a los flujos internacionales de capital, junto con escenarios de alta liquidez global, han impulsado una forma adicional de inserción financiera de estas firmas de países emergentes y en desarrollo, basada en su creciente participación en los mercados internacionales de deuda. Este proceso supone nuevas vulnerabilidades asociadas a la estabilidad financiera, pero también implicancias a nivel microeconómico sobre la estructura de costos, las decisiones de inversión y las políticas de ingreso y laborales. La siguiente sección explora este segundo canal de la financierización, denominado *canal del endeudamiento*, así como sus posibles efectos distributivos.

## **1. 4 La liquidez global y el endeudamiento corporativo**

### ***1.4.1 El contexto financiero internacional y sus transformaciones desde los años 2000***

Tal como se discutió en la sección 1.2, la intensificación del proceso de apertura financiera y el auge en el endeudamiento externo han coincidido con la mayor frecuencia de crisis de balanza de pagos (Bortz, 2018; Furceri, Guichard y Rusticelli, 2012). El colapso experimentado como resultado de la crisis de deuda latinoamericana en los años ochenta, así como de las sucesivas crisis de los años noventa, condujo a un reconocimiento generalizado en la disciplina económica de la necesidad de una mejor regulación y supervisión macroprudencial (Ocampo, 2009).

No obstante, el sistema financiero global siguió adelante con el proceso de desregulación. En 1999 se aprobó la Ley Gramm-Leach-Bliley que habilitaba a los bancos comerciales a operar también en el ámbito de la banca de inversión. Por su parte, en 2004 se sancionó el Reglamento de Capital de Base para Bancos de Inversión, que concedió una relajación de los requisitos de capital a estos bancos, ampliando exponencialmente sus niveles de apalancamiento. Al calor de ello, fueron surgiendo nuevos instrumentos financieros, como las hipotecas *subprime* o los derivados financieros, sobre los cuales no se aplicó ningún tipo de regulación (Ocampo, 2009).

En este contexto, las autoridades económicas mantuvieron una política monetaria rezagada centrada en la provisión de liquidez que, junto con la regulación ligera del apalancamiento de

los bancos, facilitó al auge y la expansión del crédito en moneda extranjera a comienzos de la década del 2000, principalmente en forma de préstamos denominados en dólares y euros a prestatarios en economías avanzadas. Este aumento del crédito impulsó, además, el crecimiento del crédito doméstico, lo que alimentó burbujas en los mercados de activos, como el inmobiliario, y culminó en el estallido de la Crisis Financiera Global (Hardy y von Peter, 2023).

Ante la profundidad de la crisis económica en 2009 y con las tasas de interés de corto plazo alcanzando el denominado límite inferior de cero (zero lower bound), las principales autoridades monetarias a nivel global implementaron herramientas de política monetaria no convencional. Estas medidas, como la flexibilización cuantitativa (quantitative easing) y la orientación a futuro (forward guidance), buscaron relajar aún más las condiciones financieras y estimular la actividad económica, en un contexto donde los instrumentos tradicionales habían agotado su efectividad (Miranda-Agrippino y Rey, 2021).

Esto estuvo acompañado por cambios regulatorios, como la implementación gradual de Basilea III y la adopción de un conjunto de políticas macroprudenciales. Ello se tradujo en cambios en la estructura de intermediación financiera, con una menor participación relativa de los bancos, propensos a asumir menos riesgos, y una mayor importancia de los gestores de activos -principalmente fondos de inversión y fondos de pensiones-, así como otros intermediarios no bancarios (Miranda-Agrippino y Rey, 2020).

Una parte importante de la literatura utiliza el término ‘liquidez global’ para referirse a los efectos de la política monetaria de las economías avanzadas en las condiciones financieras globales y el crecimiento del crédito transfronterizo, así como su importancia para la estabilidad financiera internacional (Bruno y Shin, 2013a, 2013b; BIS, 2011; FMI, 2013; Shin, 2011, 2014). Más precisamente, la expresión liquidez global hace referencia a la facilidad de financiamiento en los mercados financieros internacionales, actuando el crédito en moneda extranjera, considerado desde la perspectiva del prestatario, como un indicador esencial de este fenómeno (Hardy y von Peter, 2023).

Los trabajos del Banco de Pagos Internacionales (Bank of International Settlements, BIS), en especial aquellos desarrollados bajo el liderazgo de Hyun Song Shin, han identificado distintas fases en la evolución de la liquidez global en los últimos veinte años, sobre la base de

diferencias en la composición del crédito en moneda extranjera, sus principales destinatarios, y los cambios en el entorno regulatorio y macrofinanciero (Aldasoro, Hardy y Tarashev, 2021; Avdjiev, Gambacorta, Goldberg y Saffie, 2020; Hardy y von Peter, 2023).

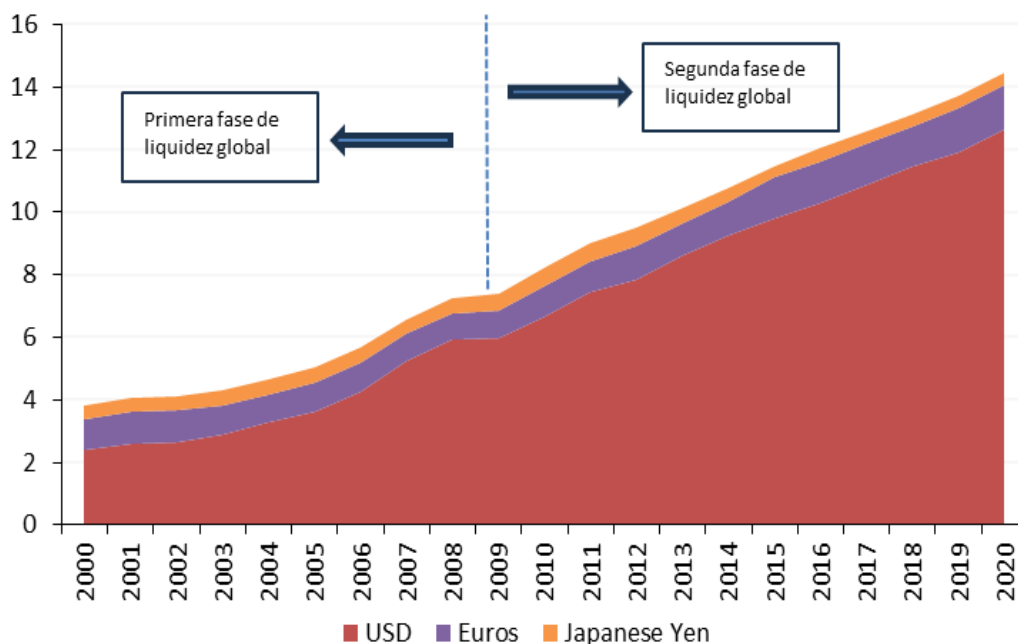
La expansión del crédito bancario en moneda extranjera desde comienzos de siglo hasta el estallido de la crisis financiera global de 2008 obedece a lo que los autores denominan la ‘primera fase de liquidez global’. Por su parte, los años posteriores a la crisis fueron testigos de la ‘segunda fase de liquidez global’, caracterizada por un cambio hacia el crédito en los mercados de bonos, especialmente en dólares, dirigido a prestatarios en economías emergentes y en desarrollo. Ello, combinado con bajas tasas de interés en las economías avanzadas, y la búsqueda de rentabilidad por parte de los inversores, ayudó a sostener los flujos de capital hacia dichos mercados, al menos hasta la crisis COVID-19 (Financial Stability Board, 2022; Committee on the Global Financial System, 2021). El gráfico 1.1 a continuación muestra la evolución del crédito en moneda extranjera, diferenciando ambas fases.<sup>6</sup>

**Gráfico 1.1 Crédito en moneda extranjera en tres de las monedas más influyentes en el sistema financiero internacional, en millones de dólares (2000-2020)<sup>7</sup>**

---

<sup>6</sup> Por cuestiones didácticas el gráfico se extiende hasta el año 2020. No obstante, existe cierto consenso en la literatura especializada en que la segunda fase se extiende hasta mediados de 2021, momento a partir del cual se inicia una tercera etapa del ciclo de liquidez.

<sup>7</sup> El gráfico no incluye datos del yuan chino debido a limitaciones en la disponibilidad y comparabilidad de la información provista por el Banco de Pagos Internacionales (BIS).



Fuente: elaboración propia en base a BIS, Reserva Federal y Hardy y von Peter (2023)

En este contexto, el desplazamiento de los bancos por inversionistas globales dio lugar a transformaciones en las formas de propagación de las condiciones financieras a través de las fronteras (Shin, 2014; Shin y Zhao, 2013). La creación y destrucción de liquidez, estrechamente relacionada con los procesos de apalancamiento y desapalancamiento bancario característicos de la primera fase (BIS, 2011), fue posteriormente reemplazada por la búsqueda de rendimiento por parte de los inversionistas, quienes se volcaron al mercado de bonos, especialmente de los países en desarrollo y emergentes. Ello condujo a un aumento significativo de la emisión de valores de deuda internacional por parte de estas economías, con el objetivo de satisfacer la creciente demanda de inversiones (Shin, 2014).

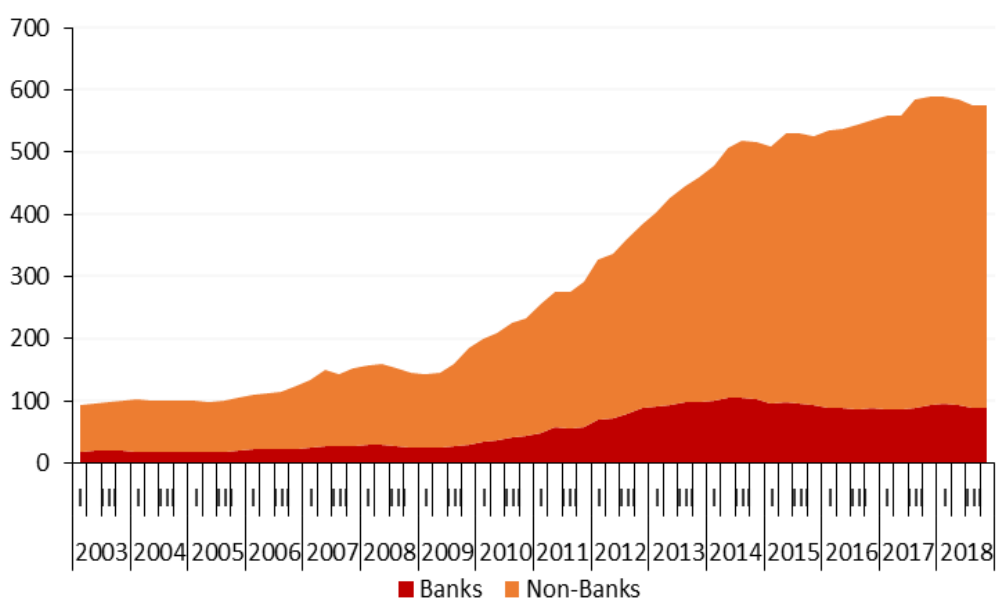
Los gráficos 1.2 y 1.3 permiten observar una menor participación de los bancos en la generación de liquidez en comparación con las instituciones no bancarias en América Latina.

<sup>8</sup> El gráfico 1.2 muestra el nivel acumulado de deuda pendiente por parte de bancos e instituciones no bancarias entre 2003 y 2018. En los años previos a la crisis, ambos sectores mostraron un crecimiento moderado de la deuda en moneda extranjera. En el caso del sector no bancario, la deuda acumulada creció a un ritmo acelerado en la posterioridad a la Gran

<sup>8</sup> La categoría 'instituciones no bancarias' incluye emisiones realizadas por corporaciones no financieras e instituciones financieras no bancarias.

Recesión, mientras que el sector bancario lo hizo de forma mucho más moderada, alcanzando un máximo en 2013, permaneciendo en niveles relativamente constantes desde entonces.

**Gráfico 1.2 Stock de deuda internacional emitida por bancos e instituciones no bancarias en América Latina (2003-2018)**

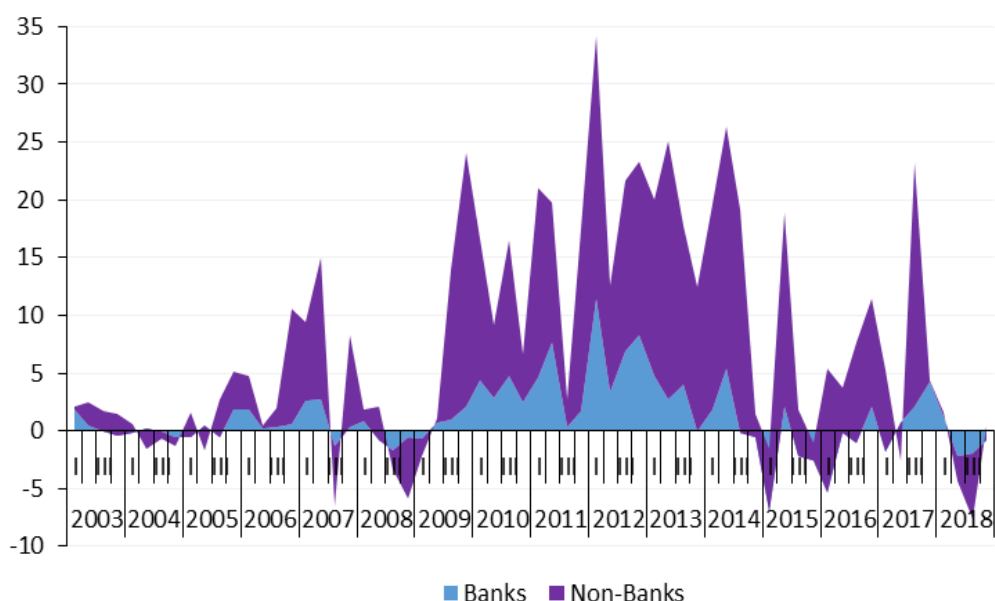


Fuente: elaboración propia en base a BIS

La figura 1.3 captura las variaciones netas trimestrales de los flujos de deuda internacional emitida por bancos e instituciones no bancarias. Mientras que los bancos exhiben fluctuaciones más moderadas y alzas más importantes en los años posteriores a la crisis, las instituciones no bancarias registran flujos netos significativamente más altos desde fines de 2009, alcanzando valores máximos entre 2011 y 2012. Aunque los flujos de deuda disminuyeron hacia mediados de 2014, continúan siendo significativos. Esto contrasta con la menor consistencia de los flujos netos de los bancos, que experimentan varios trimestres con valores negativos en los últimos años del periodo.<sup>9</sup>

<sup>9</sup> Los valores presentados en las figuras 1.2 y 1.3 se definen según la nacionalidad del prestatario (y no su residencia). Este enfoque permite captar los préstamos que las corporaciones realizan a través de sus subsidiarias.

**Gráfico 1.3 Flujos netos de deuda internacional emitida por bancos e instituciones no bancarias en América Latina (2003-2018)**



Fuente: elaboración propia en base a BIS

Según Rey y Miranda-Agrippino (2020a; 2020b, 2021), una flexibilización de la política monetaria por parte de la Reserva Federal no sólo tiene consecuencias expansivas en la economía doméstica, sino que también reduce los costos de financiamiento en los mercados internacionales, al modificar la percepción del riesgo por parte de los inversores globales, quienes se tornan menos aversos y asumen posiciones financieras más riesgosas. A su vez, los menores costos de financiamiento son aprovechados por los intermediarios financieros internacionales, que expanden la oferta de crédito a nivel global.<sup>10</sup>

No obstante, un endurecimiento de las políticas monetarias o un shock negativo, como la crisis de 2008 pueden revertir este proceso. En tales contextos, es probable que los intermediarios financieros ajusten sus decisiones de apalancamiento, deshagan posiciones en activos riesgosos y restrinjan la oferta de crédito, lo que deriva en una retracción de los flujos de capital globales. Este retroceso no sólo afecta la disponibilidad de financiamiento, sino que también amplifica la volatilidad en los mercados financieros, ejerciendo presión sobre las economías receptoras.

<sup>10</sup> Este resultado se inscribe en un conjunto más amplio de mecanismos de transmisión internacional de la política monetaria, entre los cuales se destaca, por ejemplo, el canal del comercio internacional (Miranda-Agrippino y Rey, 2020a)

#### ***1.4.2 La deuda corporativa en los mercados internacionales. ‘Los intermediarios sustitutos’ y la distribución del ingreso***

Uno de los fenómenos que más ha llamado la atención de teóricos y expertos durante la segunda fase de liquidez global ha sido el creciente endeudamiento en moneda extranjera de las corporaciones no financieras de economías emergentes y en desarrollo (Aldasoro, Hardy y Tarashev, 2021; Abraham, Cortina y Schmukler, 2021).

Una parte significativa de la literatura reciente que examina los riesgos asociados al endeudamiento corporativo en los mercados internacionales adopta el concepto de ‘intermediarios sustitutos’. El término, acuñado por Shin (2014), sostiene que las corporaciones no financieras desempeñan un papel central como conductos de transmisión de flujos globales de capital. En este marco, las firmas aprovechan los períodos de alta liquidez global para acceder a financiamiento en condiciones favorables, creando una mayor dependencia del financiamiento externo que las torna más vulnerables a restricciones crediticias durante fases recesivas, lo que a su vez exacerba los riesgos en contextos de volatilidad cambiaria y endurecimiento de las condiciones financieras globales (Bruno y Shin, 2015).

Dicha dependencia radica, tal como sostienen Bruno y Shin (2015), en:

*‘El rol global del dólar estadounidense [el cual] se refleja en la prevalencia de los instrumentos de deuda emitidos en dólares por prestatarios fuera de Estados Unidos. El dólar estadounidense es la unidad de cuenta global en los contratos de deuda, ya que los prestatarios piden prestado en dólares y los prestamistas otorgan préstamos en dólares, independientemente de si el prestatario o el prestamista están ubicados en Estados Unidos’* (Bruno y Shin 2015, p. 703, traducción propia).<sup>11</sup>

---

<sup>11</sup> Un estudio más reciente indica que el dólar no solo actúa como moneda de transacciones y principal activo de reserva, sino que también incide en la competitividad a través de los precios. Cuando el dólar se aprecia, aquellas empresas altamente dependientes del crédito bancario en dólares enfrentan una caída significativa en sus ventas externas (Bruno & Shin, 2023).

Al analizar las hojas de balance de las empresas no financieras, la literatura sobre endeudamiento corporativo muestra que la expansión de los pasivos financieros ha estado acompañada por un incremento en los activos financieros, particularmente en las tenencias de efectivo. Este comportamiento sugiere un alejamiento del denominado ‘orden de financiamiento jerárquico’ (Myers, 1984), tradicionalmente vinculado a las decisiones de inversión productiva. Según este enfoque, las firmas priorizan el uso de fondos internos debido a su menor costo, recurriendo al financiamiento externo solo de manera residual, lo que típicamente se refleja en movimientos opuestos entre los activos y los pasivos financieros.

Abonando a las distintas hipótesis sobre la tenencia de efectivo y el uso del financiamiento mediante deuda, la literatura sostiene que, en el contexto de gran la liquidez global, las corporaciones no financieras de países emergentes y en desarrollo actúan como intermediarios financieros sustitutos de los bancos. Al mantener efectivo como derechos sobre el sector bancario doméstico, estas empresas cumplen una función de intermediación financiera, al canalizar los fondos de manera indirecta hacia otros prestatarios locales (Shin y Zhao, 2013). Así, las corporaciones no financieras se han convertido en el medio a través del cual las condiciones financieras internacionales impactan en la liquidez doméstica y el crecimiento del crédito en este tipo de economías (Caballero, Panizza y Powell, 2016).

Esto adquiere particular relevancia en economías fuertemente reguladas. En contextos donde el endeudamiento externo se halla limitado por controles a los flujos de capital y restricciones al acceso a los mercados internacionales, las empresas no financieras logran sortear en parte los marcos regulatorios. Esto se debe, en gran medida, a la complejidad de sus operaciones, en tanto recurren al financiamiento comercial como a transacciones realizadas a través de sus oficinas en el exterior (Shin y Zhao, 2013).<sup>12</sup>

En este sentido, la realización de actividades a través de sus subsidiarias, generalmente establecidas en jurisdicciones con entornos regulatorios más flexibles, les permite sortear los controles de capital (Coppola, Maggiori, Neiman, y Schreger, 2021). Aprovechando las condiciones locales, las filiales obtienen financiamiento de bancos internacionales y

---

<sup>12</sup> En este marco, estudios recientes sugieren que la aplicación de políticas macroprudenciales estrictas puede desplazar el riesgo hacia otros segmentos del sistema financiero, intensificando la entrada de flujos de cartera en momentos de alta liquidez global (Chari, Dilts-Stedman y Forbes, 2022).

transfieren los fondos a la casa matriz mediante flujos de capital o préstamos intragrupo, ofreciendo depósitos en moneda local como colateral. Estas operaciones incrementan simultáneamente los activos en moneda local y los pasivos en moneda extranjera en el balance consolidado de la firma (Shin y Zhao, 2013).<sup>13</sup> de Camino, Pérez Caldentey y Vera (2023) evidencian que, en América Latina, dicha liquidez ingresa principalmente a través de préstamos intragrupo desde filiales en el exterior. Si bien estos flujos se registran como inversión extranjera directa, los autores sostienen que, en la práctica, se comportan como flujos de portafolio.

De manera similar, las empresas también pueden emitir bonos en centros financieros *offshore* y transferir los recursos obtenidos hacia su país de origen mediante préstamos intragrupo. Los flujos de capital dentro de un mismo grupo empresarial, en general desde una subsidiaria o filial localizada en estos centros financieros hacia la casa matriz o hacia otra subsidiaria en el país de origen, suelen contabilizarse como inversión extranjera directa. Esto ocurre porque los fondos provienen de una entidad extranjera relacionada, lo que permite evadir controles de capital o impuestos aplicables a flujos de portafolio (Caballero, Panizza y Powell, 2016; McCauley, Upper, y Villar, 2013).

El endeudamiento en dólares por parte de las empresas puede responder a diversos factores. Por un lado, el papel internacional del dólar en el comercio resulta determinante, dada su función dominante como moneda de facturación en transacciones transfronterizas (McCauley, McGuire y Sushko, 2015), así como su importancia como instrumento para financiar inversiones (Caballero, Panizza y Powell, 2016; Sobrun y Turner, 2015). La literatura especializada ha evidenciado, por otra parte, que este tipo de financiamiento puede asociarse a prácticas que se asemejan a operaciones de *carry trade*.<sup>14</sup> En lugar de destinar los recursos obtenidos a la cancelación de pasivos o la inversión productiva, las empresas recurren a la deuda en dólares para acumular activos financieros en moneda local, como efectivo e

---

<sup>13</sup> Otra estrategia consiste en acudir a préstamos fiduciarios. Mediante este mecanismo, una empresa con acceso al crédito bancario concede un préstamo a otra con acceso limitado. La gestión se realiza a través de un banco comercial que actúa como intermediario y supervisa las condiciones del préstamo, pero cuyo carácter no obliga a registrarlo en el balance como parte de las operaciones del banco, eludiendo de esta manera las restricciones regulatorias. Este acuerdo expande tanto el activo como el pasivo financiero de la firma prestamista, en cuanto refleja sus derechos sobre el capital más los intereses y sus obligaciones con la banca (Shin y Zhao, 2013).

<sup>14</sup> Las mismas no se tratan de operaciones puramente especulativas como las que realizan las instituciones financieras. En este caso, el *carry trade* es un subproducto de la inversión real de la empresa, cuya moneda de financiamiento está vinculada al financiamiento de la inversión real (Bruno y Shin, 2015).

instrumentos a corto plazo (por ejemplo, depósitos bancarios, letras del tesoro o certificados de depósito). Estas prácticas aprovechan las bajas tasas de interés en dólares para reinvertir en activos locales con mayores rendimientos, beneficiándose del diferencial de tasas. Esto genera un descalce de monedas, dado que las empresas mantienen pasivos en dólares mientras acumulan activos en moneda local. Esta configuración no solo permite obtener ganancias a partir del diferencial de tasas entre monedas, sino también beneficiarse de una eventual apreciación de la moneda local frente al dólar (Acharya, Schaefer y Zhang, 2015; Bruno y Shin, 2015; Caballero, Panizza y Powell, 2016; Hardy y Saffie, 2024).<sup>15</sup>

Los trabajos sobre liquidez global en la posterioridad a la crisis indican que este tipo de estrategias predominan en países con mayores controles de capital, ya que en economías con menor regulación los bancos siguen siendo el canal principal de transmisión de las condiciones financieras globales (Caballero, 2015; Acharya y Mora, 2015). En este contexto, la combinación de bajas tasas de interés globales y políticas de flexibilización cuantitativa, junto con altos retornos locales, incentiva a las corporaciones no financieras a mantener los recursos obtenidos de las emisiones de bonos en activos líquidos (Caballero, Panizza y Powell, 2016; Lo Duca, Nicoletti y Vidal Martínez, 2016). Además, la frecuencia de las emisiones parecería ser más alta en condiciones en las cuales el diferencial de tasas es mayor y la moneda local se aprecia, lo cual confirma el motivo especulativo de las emisiones (Bruno y Shin, 2015).

De esta manera, la interacción descrita entre la esfera real y financiera se asocia a una mayor exposición a riesgos financieros (Alfaro, Asis, Chari, y Panizza, 2019; Biljanovska y otros, 2023; Shim, Kalemlı-Ozcan y Liu, 2021). El diagrama 3.1 ilustra el ciclo especulativo de dependencia y vulnerabilidad financiera derivado de estas prácticas. Beneficiadas por el escenario de alta liquidez global y bajas tasas de interés, las corporaciones no financieras cuentan con incentivos a emitir deuda en dólares. El financiamiento puede estar destinado a costear proyectos de inversión, realizar operaciones en moneda extranjera, o a prácticas especulativas. Las empresas que actúan como intermediarios sustitutos destinan al menos una parte del financiamiento a la acumulación de activos de corto plazo, principalmente efectivo

---

<sup>15</sup> En un estudio para América Latina, García Zambrano (2016) encuentra que tanto las empresas con restricciones financieras como las que no las tienen aumentan sus tenencias de efectivo cuando las condiciones financieras externas son más atractivas. En el caso de las primeras, esto conduce a más inversiones en el periodo siguiente, no así en aquellas que no enfrentan restricciones.

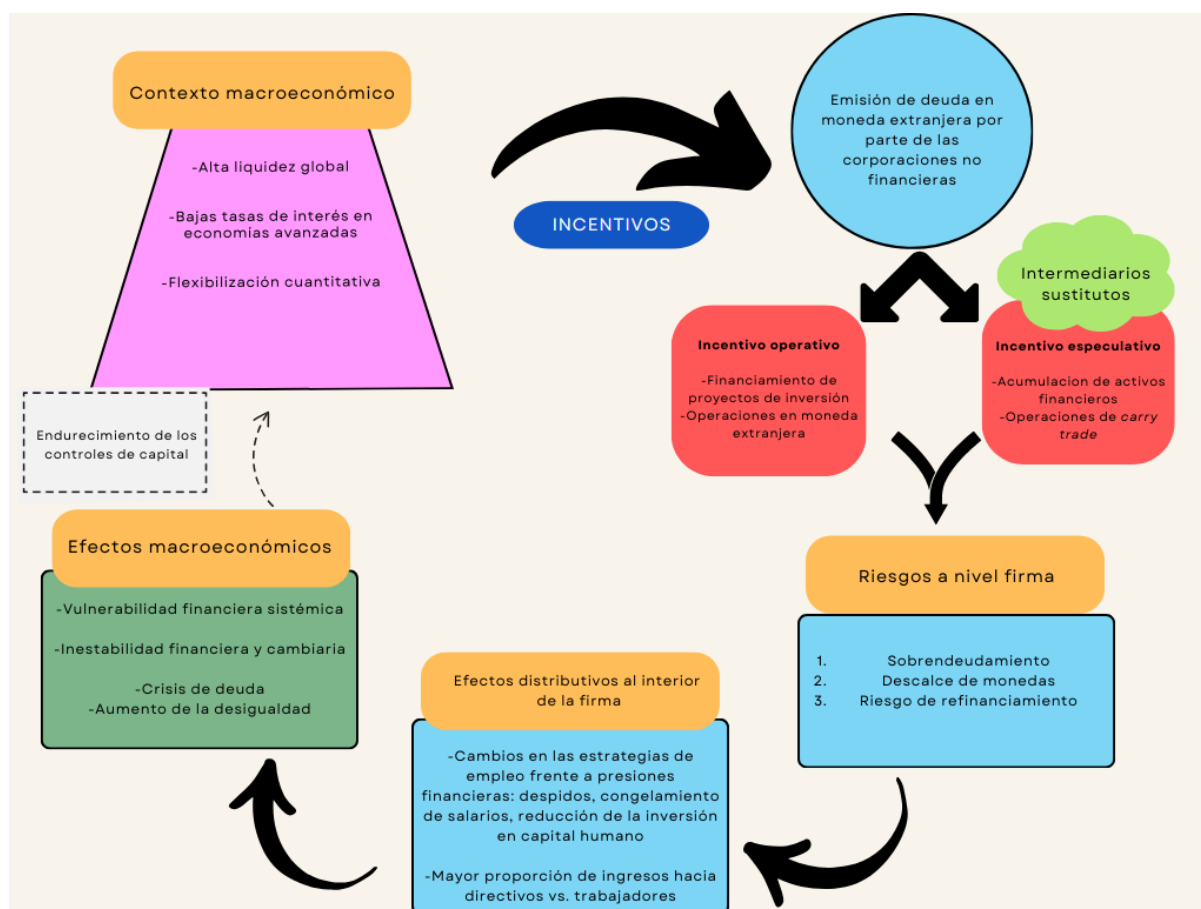
y valores líquidos, que pueden ofrecer rendimientos rápidos, y cuyos fondos pueden ser reinvertidos, al menos parcialmente, en operaciones de *carry trade*.

Las decisiones de deuda, si bien pueden contribuir a amplificar el crecimiento económico de la empresa, también intensifican la exposición de las firmas a riesgos financieros que pueden afectar negativamente su capacidad para operar y expandirse. En el esquema se identifican tres grandes riesgos, los cuales suponen amenazas a las decisiones laborales y de distribución del ingreso: (i) riesgos de sobreendeudamiento, (ii) riesgos de refinanciamiento y, (iii) descalces de moneda.

En un contexto de, por ejemplo, endeudamiento excesivo, las empresas enfrentan presiones para ajustar sus costos operativos, entre ellos ajustes salariales o reducciones en el número de empleados. Por el propio peso que estas firmas tienen en las economías locales, es de esperar que estos acontecimientos agraven las desigualdades de ingreso de la economía en su conjunto, limitando la capacidad del sector productivo para generar empleo de calidad o mejorar las condiciones laborales. Asimismo, las vulnerabilidades a nivel firma pueden a su vez trasladarse a la esfera macroeconómica. La acumulación de deuda externa por parte de las empresas contribuye a la vulnerabilidad financiera del país, en la medida en que, por ejemplo, una devaluación de la moneda local puede desencadenar una crisis de deuda generalizada.

Si el entorno de alta liquidez global se mantiene, las corporaciones no financieras pueden verse incentivadas a continuar actuando como intermediarios sustitutos, dada su capacidad para sortear los controles de capital. En este contexto, ante episodios de crisis de deuda o inestabilidad cambiaria, los efectos macroeconómicos adversos pueden reforzar el ciclo de dependencia y vulnerabilidad financiera. En particular, si las autoridades monetarias deciden intensificar los controles sobre los flujos internacionales de capital, las empresas pueden recurrir a mecanismos alternativos, como la emisión de deuda a través de filiales *offshore*. Esta estrategia les permite continuar accediendo al financiamiento internacional, pero al mismo tiempo aumenta su exposición a riesgos de refinanciamiento y descalces de moneda, retroalimentando el ciclo de endeudamiento y dependencia financiera.

## Esquema 1.1 Esquema de endeudamiento corporativo, implicancias distributivas y el escenario macroeconómico nacional e internacional



Fuente: elaboración propia

### ***Riesgos a nivel firma***

#### ***Riesgos de sobreendeudamiento***

El sobreendeudamiento corporativo se desprende naturalmente como uno de los principales riesgos del financiamiento externo. Las empresas que aumentan significativamente su nivel de apalancamiento se enfrentan a una mayor presión para cumplir con sus obligaciones financieras, lo que puede llevar a una reducción en la inversión productiva y la reinversión en capital humano. Como explican Pérez Caldentey, Favreau-Negront y Méndez Lobos (2018), además de reducir los recursos disponibles para la inversión, el sobreapalancamiento afecta los procesos de toma de decisión de los acreedores y debilita las posibilidades de obtener nuevo financiamiento, obligando a las empresas a retener fondos internos como respaldo frente a escenarios de incumplimiento o iliquidez. Esto genera un impacto regresivo en la

distribución del ingreso en la firma, la cual prioriza los pagos a acreedores, accionistas y altos ejecutivos que en dicho contexto toman más responsabilidades y riesgos, por sobre los aumentos salariales o el mantenimiento del empleo (Carvalho & Cerejeira, 2017; Cohn y Wardlaw, 2016; Matsa, 2010, Parsons y Titman, 2008; Berk, Stanton y Zechner, 2010; Chemmanur, Cheng y Zhang, 2013; Liu, Qi y Xie, 2019).

### ***Riesgo de refinanciamiento***

El riesgo de refinanciamiento se presenta cuando una empresa depende de la capacidad de renovar o extender su deuda existente. Este riesgo es particularmente alto cuando la empresa enfrenta vencimientos de deuda en momentos en que las condiciones financieras son desfavorables, como escenarios de subas de tasas de interés o de acceso restringido al crédito. En estos casos, las empresas deben buscar fuentes alternativas de financiamiento en condiciones potencialmente menos favorables o, en el peor de los casos, utilizar recursos internos para cumplir obligaciones. Este escenario puede llevar a una reducción en la inversión en áreas críticas, como el desarrollo de nuevos productos o la inversión en capital humano, debido a la necesidad de priorizar los pagos a acreedores. Acharya, Schaefer y Zhang (2015) señalan que las dificultades para refinanciarse y los costos de refinanciamiento asociados pueden derivar en una desaceleración de sus operaciones o, incluso, en recortes de empleo.

### ***Descalce de monedas***

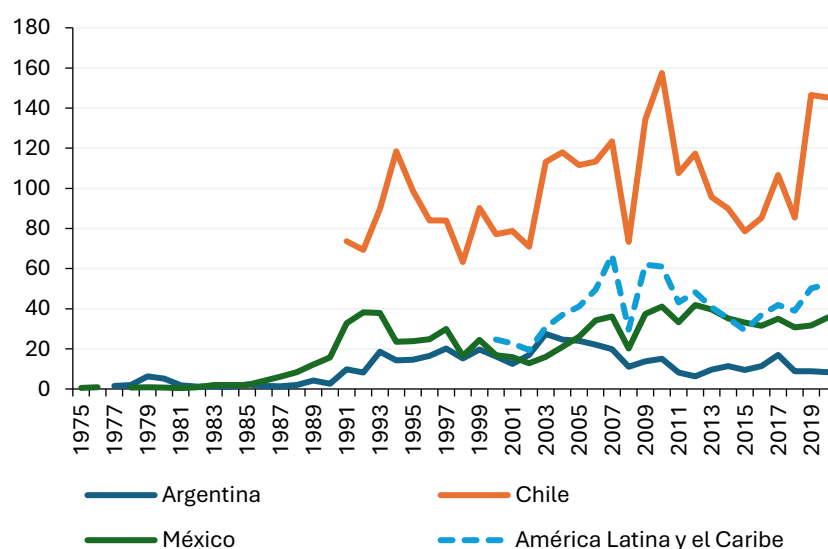
Los descalces de monedas, que ocurren cuando las firmas tienen activos en moneda local frente a pasivos en moneda extranjera, puede provocar pérdidas significativas ante movimientos adversos del tipo de cambio, impactando no solo sobre la rentabilidad al encarecerse la deuda denominada en dólares, sino también en las decisiones de asignación de recursos (Acharya, Schaefer y Zhang, 2015). El incremento en los costos puede llevar a las firmas a reducir su fuerza laboral o a congelar salarios como una estrategia para cubrir sus obligaciones en moneda extranjera. Bäurle, Lein-Rupprecht y Steiner (2018) demuestran que las restricciones financieras incrementan la sensibilidad del empleo a las fluctuaciones en la producción. Asimismo, evidencian que, ante una caída en los niveles de producción, las empresas con restricciones financieras reducen su fuerza laboral de manera mucho más significativa que aquellas con financiamiento abundante, y que el impacto es aún más drástico cuando las restricciones internas y externas ocurren de manera conjunta.

## 1.5 La evidencia empírica

Tal como se discutió en la primera parte de este capítulo, las reformas de liberalización financiera y la profundización de los programas de ajuste en América Latina a partir de los años ochenta revitalizaron el desarrollo de los mercados de capital locales y fortalecieron el vínculo entre el sector productivo y los circuitos de financiación internacional (Torija Zane y Gottschalk, 2018).

El gráfico 1.4 brinda información sobre el valor de mercado de las empresas nacionales que cotizaron en bolsa entre 1975 y 2020. Tal como puede observarse, a nivel regional la capitalización bursátil creció considerablemente entre 2000 y 2010, en línea con el auge de los flujos de capital hacia economías emergentes. Al comparar entre países, se observa una disparidad muy marcada. Mientras que la trayectoria de Chile es claramente alcista a partir de los años noventa, y muy superior al promedio de la región, México muestra una expansión más moderada para los mismos años, en torno al 30-40% del PIB. Por su parte, los valores para Argentina denotan un mercado de capitales volátil y mucho menos desarrollado.

**Gráfico 1.4 Capitalización bursátil de empresas nacionales que cotizan en bolsa como % de PIB (1975-2020)**

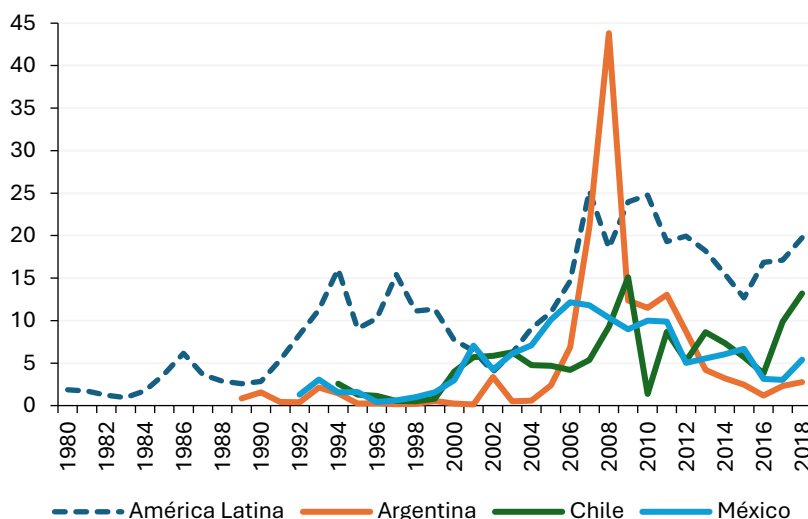


Fuente: Banco Mundial

Los gráficos 1.5 y 1.6 ilustran, respectivamente, la evolución del valor total de las acciones negociadas como porcentaje del PIB y la cantidad de empresas no financieras cotizantes en años seleccionados. En conjunto, los datos reflejan una mayor profundidad y desarrollo de los mercados de capitales en América Latina desde principios de los años noventa, tanto en términos de volumen negociado como de participación empresarial. Esto último sugiere un mayor dinamismo del financiamiento a través del mercado de valores.

A nivel país, Argentina exhibió una trayectoria altamente volátil en el valor de sus acciones. El pico en 2008 no parece reflejar una profundización sostenida del mercado de capitales, sino más bien el efecto combinado de operaciones bursátiles puntuales de gran volumen, junto a una desaceleración del PIB en dólares en un contexto de volatilidad financiera e inflación doméstica. Chile, por su parte, muestra un desarrollo gradual del mercado bursátil a partir de 2003, mientras que México, si bien no alcanza valores tan altos como Chile, refleja un mercado más estable.

**Gráfico 1.5 Valor total de acciones negociadas como porcentaje del PIB (1975-2018)**

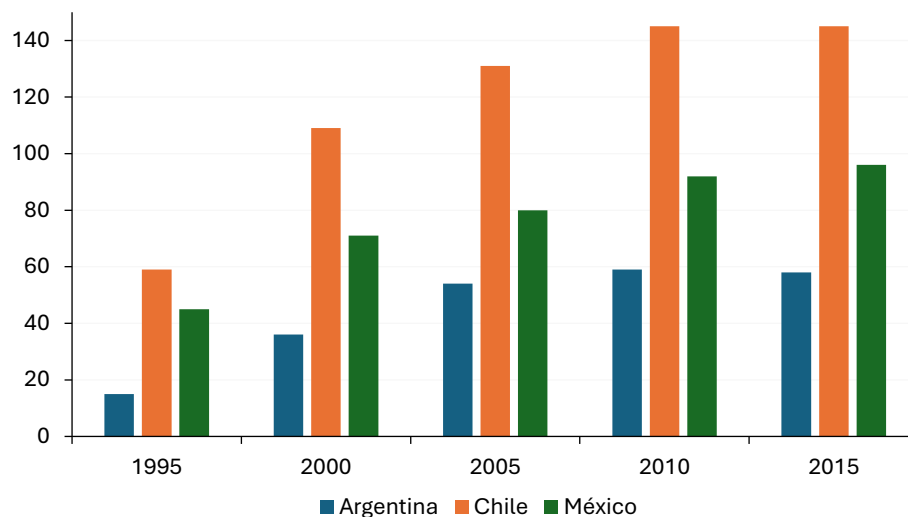


Fuente: Banco Mundial

En cuanto al número de empresas, Chile lidera de forma consistente en todos los años observados, mientras que México muestra una tendencia también creciente, aunque más moderada. En contraste, Argentina parte de niveles mucho más bajos y muestra una expansión

hacia 2005, cuando alcanza cerca de 60 empresas cotizantes. Sin embargo, a partir de 2010 el número de empresas se estabiliza.

**Gráfico 1.6 Número de empresas no financieras que cotizan en bolsa**

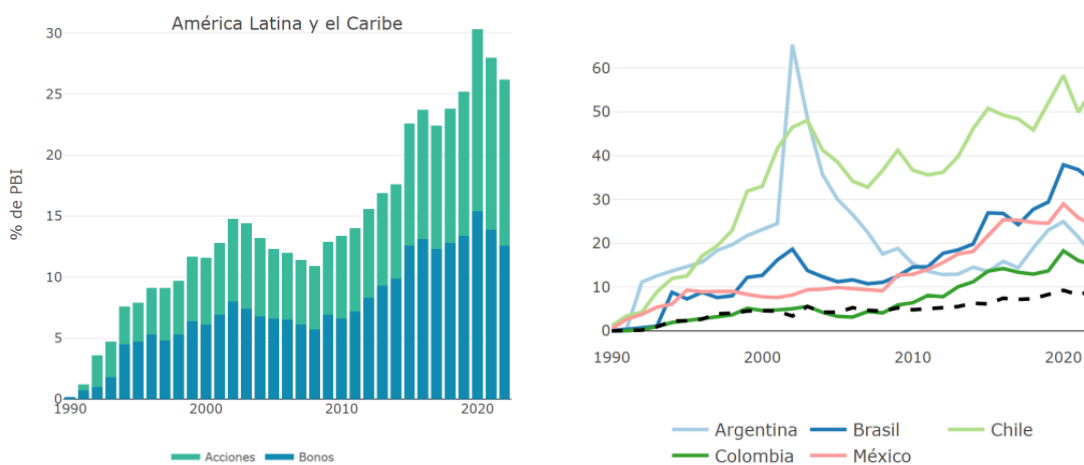


Fuente: Torija Zane y Gottschalk (2018)

Desafortunadamente, no se dispone de datos a nivel agregado de las corporaciones no financieras sobre pagos de intereses, pago de dividendos, recompras de acciones, así como tampoco de ingresos financieros por parte de estas empresas.<sup>16</sup> Sin embargo, el gráfico 1.7 a continuación da cuenta del aumento en el uso del financiamiento a través del mercado de capitales por parte de distintos actores, tanto en América Latina y el Caribe (gráfico izquierda) como a nivel país, en cinco economías seleccionadas (gráfico derecha). Esto puede actuar como indicador del entorno de creciente integración financiera al que las corporaciones no financieras han estado expuestas, ya sea participando en la colocación de acciones en oferta pública o como receptoras de inversión institucional.

<sup>16</sup> El capítulo tres analiza estos datos a nivel firma, utilizando fuentes de información financiera de carácter microeconómico.

**Gráfico 1.7 Emisiones acumuladas de acciones y bonos como % del PIB en América Latina y el Caribe (izquierda) y por país (derecha) (1990-2020)**

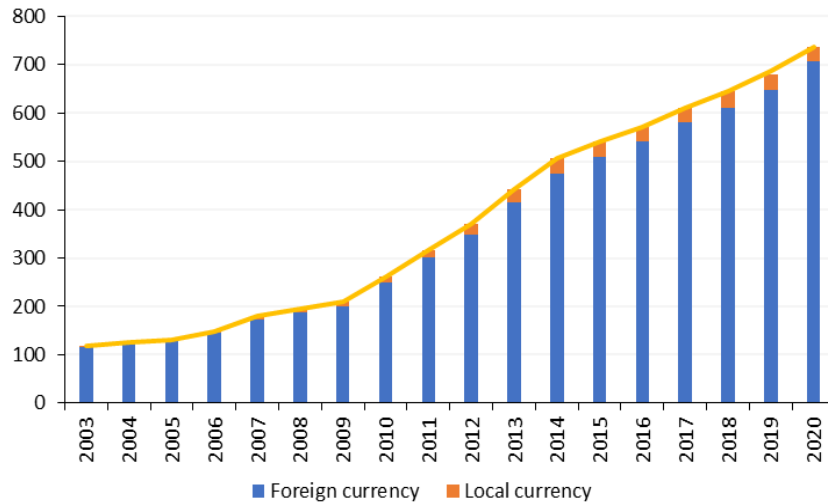


Fuente: Cogorno (2024)

En relación con el canal del endeudamiento, a continuación, se analizan una serie de figuras que revelan la creciente exposición al financiamiento externo de las corporaciones no financieras. Esto no solo sugiere una transformación estructural en las fuentes de financiamiento empresarial, sino que, tal como será estudiado en detalle a nivel microeconómico en el capítulo tres, anticipa posibles tensiones en la asignación de ingresos dentro de las firmas, cuyos efectos pueden verse amplificadas desde la fragilidad cambiaria.

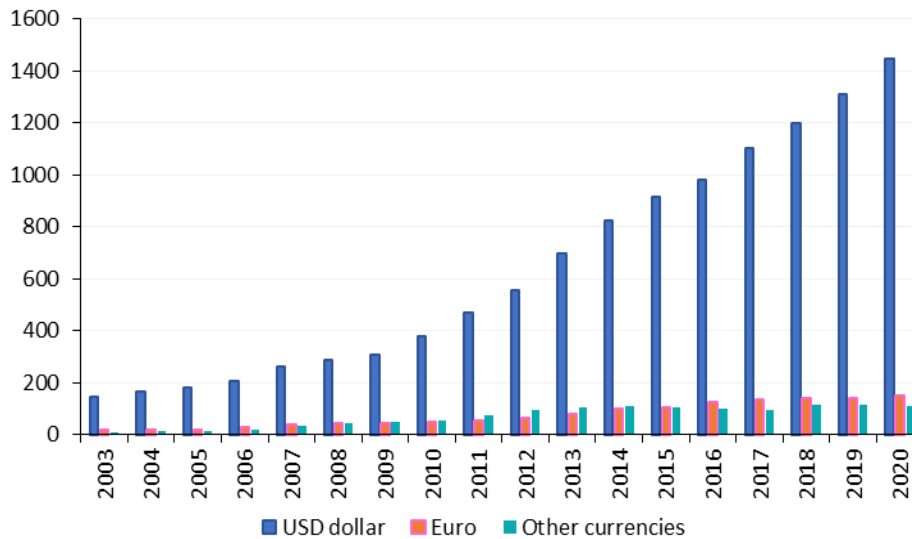
Seguidamente, el gráfico 1.8 muestra la evolución de las emisiones de deuda internacional en circulación del sector privado no financiero en países emergentes y en desarrollo. La figura evidencia un crecimiento sostenido del apalancamiento, con una aceleración a partir de 2010, impulsada principalmente por el aumento de la deuda en moneda extranjera, que supera ampliamente a la denominada en moneda local. Por su parte, el gráfico 1.9 clasifica las emisiones según el tipo de moneda, poniendo de relieve el predominio del dólar estadounidense. Entre 2003 y 2018, las emisiones denominadas en dólares representaron, en promedio, más del 70% del total emitido en moneda extranjera.

**Gráfico 1.8 Stock de deuda internacional emitida por corporaciones no financieras en países emergentes y economías en desarrollo, en miles de millones de dólares (2003-2020)**



Fuente: Bank of International Settlements (BIS)

**Gráfico 1.9 Stock de deuda internacional emitida por corporaciones no financieras en países emergentes y economías en desarrollo por tipo de moneda, en miles de millones de dólares (2003-2020)**



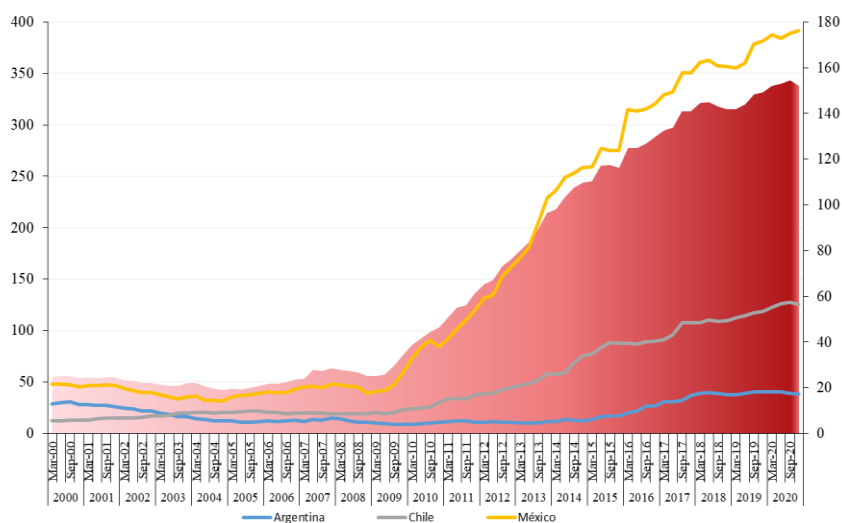
Fuente: Bank of International Settlements (BIS)

El gráfico 1.10 muestra las emisiones de deuda internacional en circulación del sector privado no financiero en América Latina. A partir de finales de 2009 e inicios de 2010, se observa una aceleración significativa del stock de deuda denominada en dólares, que alcanza aproximadamente los 320 mil millones de dólares hacia 2018. Argentina, Chile y México

siguen la tendencia general de la región, aunque con diferencias significativas en sus niveles de endeudamiento.

El financiamiento externo de las empresas mexicanas registró un incremento sustancial, posicionando a México como líder en la región, con aproximadamente 160 mil millones de dólares de deuda emitida hacia 2018. Las empresas argentinas, en cambio, adoptaron un enfoque más conservador: al final del período, sus niveles de endeudamiento eran casi nueve veces inferiores que los de sus pares mexicanas. Además, su participación activa en el mercado de bonos internacionales comenzó más tarde que el promedio regional, alrededor de 2015. No obstante, desde entonces se observó un crecimiento acelerado de su endeudamiento, el cual aumentó aproximadamente un 40% entre 2015 y 2018. Por su parte, las corporaciones chilenas se ubicaron en un nivel intermedio de apalancamiento respecto de aquellas en Argentina y México. Entre 2010 y 2018, sus emisiones se cuadruplicaron, alcanzando los 49,4 mil millones de dólares al cierre del período. Así, hacia 2018, el volumen de deuda de las empresas chilenas era cuatro veces superior al de las argentinas, y representaba aproximadamente la mitad del total emitido por las mexicanas.

**Gráfico 1.10 Stock de deuda internacional emitida en dólares por corporaciones no financieras de América Latina (eje izquierdo), Argentina (eje derecho), Chile (eje derecho) y México (eje derecho) en miles de millones de dólares (2003-2020)**

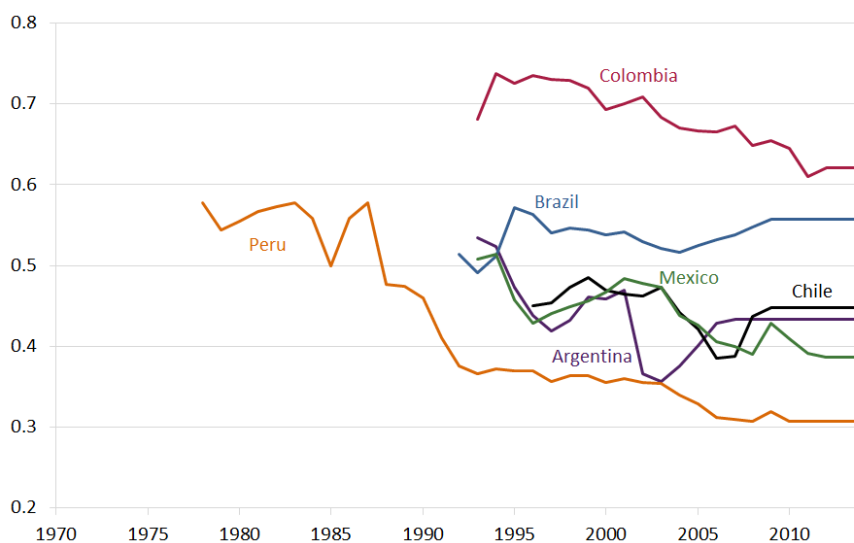


Fuente: Bank of International Settlements (BIS)

Por último, resulta relevante observar algunas de las principales tendencias distributivas. Su interpretación, no obstante, requiere ciertas consideraciones, dadas las características estructurales que presentan las economías latinoamericanas. En primer lugar, los altos niveles de informalidad laboral generan una subrepresentación de ciertos segmentos poblacionales, subestimando en consecuencia los niveles de desigualdad. Además, las diferencias en la calidad y frecuencia de las encuestas nacionales entre países y a lo largo del tiempo afectan la comparabilidad de las estimaciones; por lo tanto, los indicadores deben interpretarse como aproximaciones. Finalmente, tal como se señaló en la sección 1.3.1, la evasión fiscal dificulta la captura precisa de los ingresos más altos.

El gráfico 1.11 muestra la fracción del ingreso laboral -sin incluir los ingresos por cuenta propia- sobre el producto interno bruto en seis de las economías más grandes de América Latina. Si bien las trayectorias presentan diferencias bastante significativas entre países, tanto Argentina como Chile muestran una recomposición significativa en los primeros años de la década del 2000, manteniendo una relación relativamente estable al menos hasta 2015. Ello parece estar asociado, tal como se indicó en la sección 1.3.2, al buen desempeño económico de la región, al menos hasta 2010. En el caso de México, se observa una tendencia persistente a la baja desde comienzos de los años noventa. No obstante, dicha caída se estabiliza a partir del año 2006.

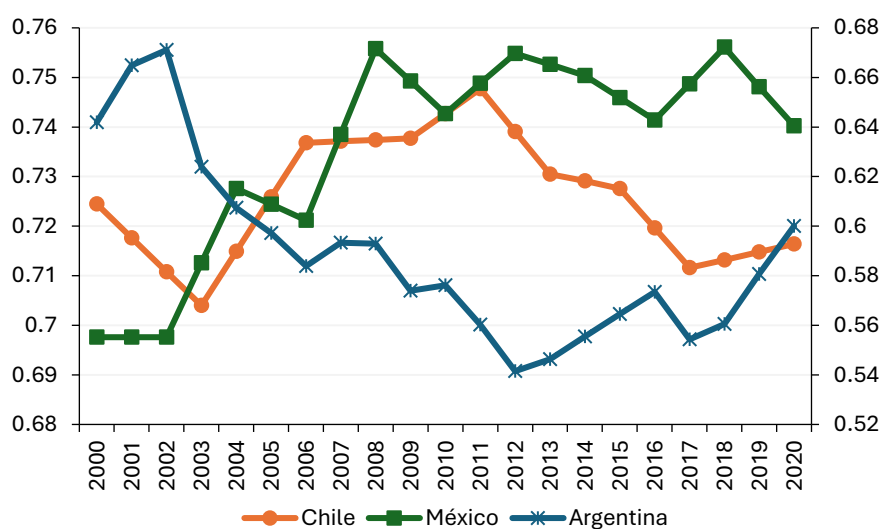
**Gráfico 1.11 Participación del ingreso laboral en el PIB (1970-2015)**



Fuente: Federal Reserve Bank of St. Louis

El gráfico 1.12 presenta la evolución de la distribución personal del ingreso medida a través del coeficiente de Gini del ingreso nacional antes de impuestos, para Argentina, Chile y México entre 2000 y 2020. En el caso de Argentina, se observa una reducción sostenida de la desigualdad entre 2003 y hasta 2012. Sin embargo, a partir de ese año, la tendencia se revierte, con un aumento gradual hasta finales del período. México, por su parte, presenta niveles de desigualdad persistentemente elevados. Si bien experimenta una reducción leve entre 2006 y 2011, desde entonces la distribución del ingreso se mantuvo oscilante pero relativamente estable. Por su parte, en Chile, se advierte una trayectoria opuesta a la de Argentina. Luego de un deterioro distributivo sostenido hasta 2011, los años posteriores experimentaron una mejora progresiva en la distribución personal del ingreso, aunque sin alcanzar una reducción pronunciada del Gini a lo largo de todo el período.

**Gráfico 1.12 Coeficiente de Gini del ingreso nacional antes de impuestos<sup>17</sup> Argentina (eje derecho), Chile y México (eje izquierdo) (2000-2020)**



Fuente: [Data - WID - World Inequality Database](#)

El análisis de tendencias permite justificar tanto la selección de países como el período bajo estudio. Tal como fue analizado, las tres economías presentan niveles diferenciados de desarrollo financiero, lo cual permite explorar la relación entre financierización y distribución

<sup>17</sup> Calculado a nivel individual para adultos, bajo el supuesto de distribución equitativa del ingreso dentro del hogar.

del ingreso dentro de un marco latinoamericano heterogéneo. Mientras que Chile se destaca por su temprana y profunda liberalización financiera, México se caracteriza por su fuerte articulación con los mercados de capital de América del Norte. Por su parte, el caso argentino muestra un historial de crisis cambiarias, controles de capital y dinámica macrofinanciera volátil.

Del mismo modo, las trayectorias distributivas difieren entre países: mientras que Argentina muestra un ciclo de mejora seguido de un posterior deterioro de la desigualdad, Chile exhibe una tendencia de reducción reciente, y México mantiene niveles persistentemente elevados.

No obstante, más allá de las diferencias distributivas y de desarrollo financiero, los tres países comparten rasgos estructurales comunes, tales como un número significativo de corporaciones no financieras que cotizan en las respectivas bolsas de valores, la creciente exposición al capital financiero internacional, y la alta informalidad laboral, lo que los convierte en casos comparables dentro de un marco regional.

En consecuencia, si bien se analizan las trayectorias distributivas y financieras por país para contextualizar las dinámicas observadas, el análisis econométrico se lleva a cabo de forma conjunta (ver capítulo 3). Esta estrategia busca capturar patrones generales en la relación entre financierización y desigualdad a nivel firma, utilizando un modelo que explora la variabilidad temporal e inter-país del panel, sin perder de vista las especificidades institucionales y estructurales de cada caso.<sup>18</sup>

En cuanto a la selección del período de estudio, este responde a una combinación de criterios. En una perspectiva más amplia, el período 2003–2018 permite capturar una etapa clave para estas economías, caracterizada por una primera fase de bonanza económica asociada al super ciclo de los *commodities* (2003–2011) y su posterior agotamiento, el cual se evidencia de manera más clara a partir de 2012 y se consolida hacia 2014. Esto fue seguido por una etapa de desaceleración económica, mayor exposición financiera y tensiones cambiarias. Finalmente, el período culmina con una etapa de reconfiguración de la política económica y

---

<sup>18</sup> Asimismo, se incorporan controles específicos que permiten captar las heterogeneidades estructurales e institucionales (dummies por país), los shocks comunes a todos los países en un mismo año (dummies por año) y los eventos o dinámicas particulares que afectan a un país en un año determinado (interacciones país-año).

reaparición de programas con organismos multilaterales, especialmente en Argentina y, en menor medida, en México.

El recorte temporal también incluye eventos clave en el escenario internacional, como la crisis financiera global de 2008, capturando dos etapas diferenciadas de la liquidez global. Asimismo, el período contempla otros hechos disruptivos, como el *Taper Tantrum* de 2013 y el inicio del ciclo de suba de tasas por parte de la Reserva Federal en 2015.

Desde el punto de vista empírico, el horizonte temporal elegido se justifica además por la mayor disponibilidad y comparabilidad de información financiera a nivel firma. En los tres países, la información contable estandarizada se encuentra públicamente disponible de forma más accesible a partir de 2003, lo cual habilita la construcción de una base de datos propia.

En el caso particular de Argentina, en 2016 se inicia un nuevo ciclo de endeudamiento externo con la reapertura de los mercados internacionales de crédito, el cual se consolida con la firma, en 2018, del mayor préstamo otorgado por el Fondo Monetario Internacional hasta el momento. La crisis cambiaria desatada ese año provocó la consecuente reanudación del ajuste por inflación en los estados contables, lo cual marca además una ruptura metodológica relevante para los datos contables de las firmas.

## 1. 6 A modo de síntesis

A lo largo del capítulo se han discutido conceptual y empíricamente dos canales principales de la financierización. El primero, que se ha denominado *canal tradicional*, tiene sus orígenes en la década de 1990 como una crítica amplia al mayor poderío de las finanzas y su capacidad para influir en los distintos sectores y actores económicos, así como sus implicancias.

En América Latina, las reformas implementadas a partir de los años ochenta, orientadas a promover el ingreso de flujos de capital y el desarrollo de los mercados de capitales locales, fortalecieron la integración entre las estructuras productivas locales y los mercados financieros internacionales. La evidencia indica que las corporaciones no financieras de la región han estado expuestas a una creciente integración financiera, ya sea mediante su participación en la emisión de acciones en los mercados de capitales o como receptoras de inversión institucional.

El segundo canal, referido como el *canal del endeudamiento*, hace referencia al rol de las corporaciones no financieras como intermediarios sustituto en el marco del escenario de alta liquidez global. Los datos presentados sugieren una creciente participación de estas firmas en los mercados internacionales de deuda, especialmente en la posterioridad a la Crisis Financiera Global. Si bien las decisiones de endeudamiento pueden responder a objetivos operativos, la literatura especializada ha mostrado que, al menos una parte de estas decisiones obedece a fines especulativos.

Asimismo, el capítulo ha discutido los riesgos asociados al mayor involucramiento de estas empresas en actividades financieras -ya sea a través de ingresos financieros, la distribución de dividendos o la emisión de deuda en moneda extranjera-, no sólo en términos de estabilidad financiera, sino también en materia distributiva.

Si bien el análisis se ha centrado principalmente en el plano macroeconómico, el capítulo también ha explorado algunas dimensiones mesoeconómicas -como la interacción entre las firmas y las instituciones financieras, y el desarrollo de los mercados de capitales locales-, así como dimensiones microeconómicas, en particular los incentivos a nivel firma y los riesgos potenciales asociados al endeudamiento. En ese sentido, el capítulo siguiente profundiza el análisis a nivel microeconómico, abordando los paradigmas que han transformado la

gobernanza corporativa en las últimas décadas y que se inscriben en el proceso de financierización de las corporaciones no financieras.

## Bibliografía

- Abeles, M., Amarante, V., & Vega, D. (2014). Participación del ingreso laboral en el ingreso total en América Latina, 1990–2010. *Revista de la CEPAL*, 114, 31–52.
- Abeles, M., Grimberg, F. & Valdecantos, S. (2018). La inversión extranjera directa en América Latina: algunas implicancias macrofinancieras. En M. Abeles, E. Pérez Caldentey, & S. Valdecantos (271-294): *Estudios sobre financierización en América Latina*. Santiago de Chile: CEPAL.
- Abraham, F., Cortina, J. J., & Schmukler, S. L. (2021). The rise of domestic capital markets for corporate financing: Lessons from East Asia. *Journal of Banking & Finance*, 122, 105987
- Acharya, V.V & Mora, N. (2015). A Crisis of Banks as Liquidity Providers. *The Journal of Finance*, 70(1), 1-43.
- Acharya, V. V., Schaefer, S., & Zhang, Y. (2015). Liquidity risk and correlation risk: A clinical study of the General Motors and Ford Downgrade of May 2005. *The Quarterly Journal of Finance*, 5(02), 1550006.
- Aglietta, M. (1998). *Le capitalisme de demain*, París, Notes de la fondation Saint- Simon.
- \_\_\_\_\_ (2000). Shareholder value and corporate governance, some tricky questions. *Economy and Society*, 29(1), 146-159.
- Aguiar de Medeiros, C. & Trebat, N. (2018). Las finanzas, el comercio y la distribución del ingreso en las cadenas globales de valor: implicancias para las economías en desarrollo y América Latina. En: Abeles, M., Pérez Caldentey, E. and Valdecantos, S. (2018): *Estudios sobre financierización en América Latina* (171-204). Santiago de Chile: CEPAL.
- Aldasoro, I., Hardy, B., & Tarashev, N. (2021). Corporate debt: Post-GFC through the pandemic. *BIS Quarterly Review*, June, 1–14.
- Alfaro, L., Asis, G., Chari, A. & Panizza, U. (2019): Corporate debt, firm size and financial fragility in emerging markets. *Journal of International Economics*, 118 (May): 1-19.
- Allami, C. J., & Cibils, A. B. (2017). Financiarización en la periferia latinoamericana: Deuda, commodities y acumulación de reservas.
- Allami, C., Bortz, P., & Cibils, A. (2021). From" downpour of investments" to debt crisis: the case of Argentina 2015-2019. In *Capital Movements and Corporate Dominance in Latin America* (193-203). Edward Elgar Publishing.
- Álvarez Peralta, I. (2008). Financiarización económica y relación salarial en las economías desarrolladas. *Problemas del desarrollo*, 39(155), 77-100.

- Amarante, V., & Jiménez, J. P. (2015). Desigualdad, concentración y rentas altas en América Latina. En J. P. Jiménez (Ed.), *Desigualdad, concentración del ingreso y tributación sobre las altas rentas en América Latina* (13–48). Libros de la CEPAL, N.º 134 (LC/G.2638-P). Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Appelbaum, E. (2017). Domestic Outsourcing, Rent Seeking, and Increasing Inequality. *Review of Radical Political Economics*, 49 (4), 513–528.
- Araújo, E., Bruno, M., & Pimentel, D. (2012). Financialization against industrialization: A regulationist approach of the Brazilian paradox. *Revue de la Régulation: Capitalisme, Institutions, Pouvoirs*, 11.
- Arrighi, G. (1994). *Long twentieth century: Money, power, and the origins of our times*. New York: Verso.
- Arsov, I., & Evans, R. (2018). Wage growth in advanced economies. *RBA Bulletin*, March. Recuperado el 14 de julio de 2025, de <https://www.rba.gov.au/publications/bulletin/2018/mar/wage-growth-in-advanced-economies.html>
- Avdjiev, S., Gambacorta, L., Goldberg, L. S., & Schiaffi, S. (2020). The shifting drivers of global liquidity. *Journal of International Economics*, 125, 103324.
- Bank for International Settlements (2011). *Global liquidity -concept, measurement and policy implications* (CGFS Papers No. 45). <https://www.bis.org/publ/cgfs45.pdf>
- Baran, P. & Sweezy, P. (1966). *Monopoly Capital*. New York: Monthly Review Press.
- Barba, A., & Pivetti, M. (2009). Rising household debt: Its causes and macroeconomic implications- a long-period analysis. *Cambridge Journal of Economics*, 33(1), 113-137.
- Bárcena, A. (2018): Prologo. En Abeles, M., Pérez Caldentey, E. y Valdecantos, S. (Eds.): *Estudios sobre Financierización en América Latina* (p. 13-14). Santiago de Chile: CEPAL.
- Barradas, R. (2019). Financialization and Neoliberalism and the Fall in the Labor Share: A Panel Data Econometric Analysis for the European Union Labor Share: A Panel Data Econometric Analysis for the European Union Countries. *Review of Radical Political Economics*, 51(3), 383–417.
- Bastourre, D., & Zeolla, N. H. (2018). Regulación de la cuenta de capital en un mundo financieramente complejo: La experiencia reciente de América Latina. *Estudios sobre financierización en América Latina*, 323-355.
- Batt, R. (2018). When Wall Street Manages Main Street: Managerial Dilemmas, Sustainability, and Inequality. *Journal of the British Academy*, 6, 65–95.

- Bäurle, G., Lein-Rupprecht, S. M., & Steiner, E. (2018). *Employment adjustment and financial constraints: Evidence from firm-level data* (No. 2018/07). WWZ Working Paper.
- Beck, T. H. L., Degryse, H., & Kneer, C. (2012). *Is more finance better? Disentangling intermediation and size effects of financial systems* (Center Discussion Paper No. 2012-060). Tilburg University, Department of Economics.
- Berk, J. B., Stanton, R., & Zechner, J. (2010). Human capital, bankruptcy, and capital structure. *The Journal of Finance*, 65(3), 891-926.
- Bernanke, B. S. (10 de Marzo de 2005). The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit [Speech]. Federal Reserve.  
FRB: Speech, Bernanke — The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit – March 10, 2005
- \_\_\_\_\_ (2009, August 21). *Speech at the Federal Reserve Bank of Kansas City's Annual Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming*. Board of Governors of the Federal Reserve System. Reflections on a Year of Crisis - Federal Reserve Board
- \_\_\_\_\_ (18 de Febrero de 2011). *Global Imbalances: Links to Economic and Financial Stability* [Speech]. Federal Reserve.  
<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20110218a.htm>
- Biljanovska, N., Chen, S., Gelos, G., Igan, D., Martínez Peria, M.S., Nier, E. and Valencia, F. (2023): Macroeconomic policy effects: Evidence and open questions, DP/2023/002, International Monetary Fund, Washington DC.
- Bonizzi, B. (2013). Financialization in Developing and Emerging Countries. A Survey. *International Journal of Political Economy*, 42(4), 83–107.
- Bortz, P. (2018). Flujos de capital y endeudamiento externo: algunas reflexiones para América Latina. En Abeles, M., Perez Caldentey, E. & Valdecantos, S. (Eds). *Estudios sobre financierización en América Latina* (295-322). Santiago de Chile: CEPAL
- Bortz, P. & Kaltenbrunner, A. (2017). The International Dimension of Financialization in Developing and Emerging Economies. *Development and Change*, 49(2), 375-393.
- Boyer, R. (2000). Is a Finance-Led Growth Regime a Viable Alternative to Fordism? A Preliminary Analysis. *Economy and Society*, 29 (1), 111-145.
- Brenner, R. (2006). *The Economics of Global Turbulence*. London: Verso.
- \_\_\_\_\_ (2009). What is good for Goldman Sachs: the origins of the current crisis. Disponible en:  
<http://www.sscnet.ucla.edu/issr/cstch/papers/BrennerCrisisTodayOctober2009.pdf>

- Bruno, V. & Shin, H.S. (2013a). Capital Flows, Cross-Border Banking and Global Liquidity. (Working Paper No. 19038). National Bureau of Economic Research. <https://www.nber.org/papers/w19038>
- \_\_\_\_\_ (2013b). Capital Flows and the Risk-Taking Channel of Monetary Policy. (Working Paper No. 18942). National Bureau of Economic Research. <https://www.nber.org/papers/w18942>
- \_\_\_\_\_ (2015). *Global dollar credit and carry trades: A firm-level analysis* (BIS Working Paper No. 510). Bank for International Settlements. <https://ssrn.com/abstract=2652321>
- \_\_\_\_\_ (2023): Dollar and exports, *Review of Financial Studies*, 36 (8): 2963-2996.
- Buccella, M. E., Lastra, R. M., & Allen, J. G. (2024). El Aspecto Legal del Dinero: FA Mann's Impact in Latin America. In *FA Mann: The Lawyer and His Legacy* (pp. 306-333). Oxford University Press.
- Caballero, R.J., Farhi, E. & Gourinchas, P-O. (2008). An Equilibrium Model of "Global Imbalances" and Low Interest Rates. *The American Economic Review*, 98(1), 358-393
- Caballero, J. (2015) Banking crises and financial integration: Insights from network science. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 34, 127-146
- Caballero, J., Panizza, U., & Powell, A. (2016). *The second wave of global liquidity: Why are firms acting like financial intermediaries?* (IDB Working Paper No. 641). Inter-American Development Bank.
- Cabrera Morales, S. (2022). Financiarización y desacumulación en América Latina: Administradoras de Fondos de Inversión (2000-2019). *Realidad económica*, 52(345), 9-a.
- Callinicos, A. (2010). *Bonfire of Illusions*. New York: Wiley.
- Careneiro, R. (2019). Acumulação fictícia, especulação e instabilidade financeira. Parte I: uma reflexão sobre a financeirização a partir de Marx, Keynes e Minsky. *Economia e Sociedade*, 28, 2 (66), 293-312.
- Carrera, J. (2018). El papel de la financierización en la dinámica de los precios de los productos básicos. En Abeles, Pérez Caldentey y Valdecantos (Eds.): *Estudios sobre financierización en América Latina* (227-260). Santiago de Chile: CEPAL
- Carvalho, M., & Cerejeira, J. (2017). Financialization, Corporate Governance and Employee Pay: A Firm Level Analysis (08–2019). [https://repositorium.uminho.pt/bitstream/1822/61438/1/NIPE\\_WP\\_8\\_2019.pdf](https://repositorium.uminho.pt/bitstream/1822/61438/1/NIPE_WP_8_2019.pdf)
- Chari, A., Dilts-Stedman, K. & Forbes, K. (2022): Spillovers at the extremes: The

- macroprudential stance and vulnerability to the global financial cycle, *Journal of International Economics*, 136, <https://doi.org/10.1016/j.jinteco.2022.103582>
- Chemmanur, T. J., Cheng, Y., & Zhang, T. (2013). Human capital, capital structure, and employee pay: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 110(2), 478-502.
- Chesnais, F. (1996). *The globalisation of capital*. In F. Chesnais (Ed.), *Globalisation of capital and the nation-state* (23–65). Aldershot: Edward Elgar.
- Clemente, D. (2023). Cadenas Globales de Valor, centralización y financiarización del capital: las empresas transnacionales brasileñas en el capitalismo contemporáneo. El caso del frigorífico JBS. *Cuadernos de Economía Crítica*, 9(18), 77-97.
- Cohn, J. B., & Wardlaw, M. I. (2016). Financing constraints and workplace safety. *The Journal of Finance*, 71(5), 2017-2058.
- Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL). (2016). *La matriz de la desigualdad social en América Latina* (LC/G.2690(MDS.1/2)). Naciones Unidas, CEPAL.
- Correa, E., Vidal, G., & Marshall, W. (2012). Financialization in Mexico: Trajectory and limits. *Journal of Post Keynesian Economics*, 35(2), 255–275
- Chena P., Buccella M. E. y Bosnic, C. (2018). Efectos de la financierización en el cambio tecnológico en América Latina. In Abeles, M., Pérez Caldentey, E. and Valdecantos, S. (Eds.): *Estudios sobre Financierización en América Latina* (95-138). Santiago de Chile: CEPAL.
- Chena, P. & Buccella, E. (2018). Financierización, inestabilidad y crisis: Las consecuencias del valor financiero en Argentina. En: *El Imperio de las Finanzas. Deuda y Desigualdad* (53-84). Buenos Aires: Miño y Dávila.
- Chesnais, F. (1994). *La mondialisation du capital*. Paris: Syros.
- Chong, A., & Benavides, J. (2007). Privatización y regulación en América Latina. *El estado de las reformas del Estado en América Latina*, 297-324.
- Cimoli, M., & Correa, N. (2010). ICT, learning and growth: an evolutionary perspective. In *Innovation and Economic Development*. Edward Elgar Publishing.
- Cogorno, N. A. (2024). *Efectos reales del acceso al mercado de capitales sobre las capacidades productivas de las firmas en América Latina* (Tesis de maestría). Universidad Torcuato Di Tella. [https://repositorio.utdt.edu/bitstream/handle/20.500.13098/13211/MAECO\\_Cogorno\\_2024.pdf?sequence=1](https://repositorio.utdt.edu/bitstream/handle/20.500.13098/13211/MAECO_Cogorno_2024.pdf?sequence=1)
- Committee on the Global Financial System. (2021). *Changing patterns of capital flows* (CGFS Papers No. 66). Basel: Bank for International Settlements.
- Coppola, A., Maggiori, M., Neiman, B. & Schreger, J. (2021): Redrawing the map of

global capital flows: The role of cross-border financing and tax-havens, *Quarterly Journal of Economics*, 136 (3): 1499-1556.

-Correa, E., Vidal, G., y Marshall, W. (2012). Financialization in Mexico: trajectory and limits. *Journal of Post Keynesian Economics*, 35, 255–275

-De Gregorio, J. & P. Guidotti (1995). Financial development and economic growth. *World Development*, 23(3), 433-448

-de la Torre, A., & Schmukler, S. L. (2008). *Mercados de capitales emergentes y globalización: La experiencia de América Latina*. Banco Mundial. <http://documents.worldbank.org/curated/en/544001468276368721>

-de Camino, C., Caldentey, E. P., & Vera, C. (2023). Non-financial corporations as financial intermediaries and their macroeconomic implications: an empirical analysis for Latin America. In *Foreign exchange constraint and developing economies* (71-98). Edward Elgar Publishing.

-De Paula, L., & Alves, A. (2000). External Financial Fragility and the 1998-1999 Brazilian Currency Crisis. *Journal of Post Keynesian Economics*, 22, 589–617.

- Delgadillo, V. (2021). Financiarización de la vivienda y de la (re) producción del espacio urbano. *Revista invi*, 36(103), 1-18.

- Duménil, G., & Lévy, D. (2005). *The neoliberal (counter)revolution*. In A. Saad-Filho & D. Johnston (Eds.), *Neoliberalism: A critical reader* (pp. 9–19). London: Pluto Press.

-Dünhaupt, P. (2014). *An empirical assessment of the contribution of financialization and corporate governance to the rise in income inequality* (Working Paper No. 41/2014). Hochschule für Wirtschaft und Recht Berlin, Institute for International Political Economy (IPE). <https://www.econstor.eu/handle/10419/102709>

\_\_\_\_\_ (2017). “Determinants of Labour’s Income Share in the Era of Financialisation.” *Cambridge Journal of Economics*, 41(1), 283–306.

- Epstein, G. (2001). Financialization, rentier interests, and central bank policy. *manuscript, department of economics, University of Massachusetts, Amherst, MA, December*, 7-8.

-Flavin, M.A (1981). The Adjustment of Consumption to Changing Expectations About Future Income. *The Journal of Political Economy*, 89(5), 974-1009

-Feliciano Cruz, D., Ferreira, J., & Rodriguez-Fuentes, C. J. (2025). What is Financialisation? Examining the Role of Economic Methodology as Source of Theoretical and Policy Divergences. *Review of Political Economy*, 1-29.

-Financial Stability Board. (2022). *US dollar funding and emerging market economy vulnerabilities*. Basel: Financial Stability Board.

- Fine, B. (2013). Financialization from a Marxist perspective. *International journal of political economy*, 42(4), 47-66.
- Fitoussi, J.-P., & Stiglitz, J. E. (2009). *The ways out of the crisis and the building of a more cohesive world* (Document de travail No. 2009-17, 471–482). Observatoire Français des Conjonctures Économiques (OFCE).
- Foster, J.B. (2007). The Financialization of Capitalism. *Monthly Review*, 58 (11), 1-12.
- Furceri, D., Guichard, S. & Rusticelli, E. (2012). The effect of episodes of large capital inflows on domestic credit. *The North American Journal of Economics and Finance*, 23(3), 325-344.
- Gabor, D (2016). The (impossible) repo trinity: the political economy of repo markets. *Review of International Political Economy*, 23 (6), 967-1000
- Gago, V., & Roig, A. (2018). Las finanzas y las cosas. Una etnografía del endeudamiento popular. En Chena, P. y Biscay, P. (Comp): El imperio de las finanzas. Deuda y desigualdad (pp. 219-234). Buenos Aires: Miño y Dávila
- Galindo, A., Micco, A., & Panizza, U. (2007). Dos décadas de reformas financieras. En E. Lora (Ed.), *El estado de las reformas del Estado en América Latina* (pp. 325-354). Banco Interamericano de Desarrollo
- García Zambrano, N. (2016). *Do firms accumulate cash to engage in carry trade? Evidence for LATAM* (Seminario para optar al título de Ingeniero Comercial, Mención Economía). Universidad de Chile, Facultad de Economía y Negocios.
- Girón, A., & Correa, E. (2017). Políticas Públicas y Economía Feminista: entre la financiarización, la austeridad y la democracia. *Feminismos, pensamiento crítico y propuestas alternativas en América Latina*, 93-103.
- Gouzoulis, G., Galanis, G. & Iliopoulos, P. (2024). Financialisation, Shareholder Value Orientation, and the Decline of Trade Union Membership in the EU. *Transfer: European Review of Labour and Research*, 30(2), 161–179.
- Guevara Catañeda, D. A. (2015). *Auge de las finanzas y desigualdad en la distribución del ingreso: Un estudio desde la perspectiva de la financiarización para Colombia, 1980-2008* (Tesis doctoral).
- Guttman, R. & Plihon, D. (2010). Consumer debt and financial fragility. *International Review of Applied Economics*, 24 (3), 269-283.
- Guschanski, A. & Onaran, Ö. (2022). The Decline in the Wage Share: Falling Bargaining Power of Labour or Technological Progress? Industry-Level Evidence From the OECD. *Socio-Economic Review*, 20(3), 1091– 1124

- \_\_\_\_\_ (2024). The Labour Share and Corporate Financialization: Evidence From Publicly Listed Firms. *British Journal of Industrial Relations*, 0, 1-19
- Hardy, D., & von Peter, G. (2023). Global liquidity: A new phase? *BIS Quarterly Review*, December 2023, 21-31.
- Hardy, B., & Saffie, F. (2024). From carry trades to trade credit: financial intermediation by non-financial corporations. *Journal of International Economics*, 152, 103988.
- Harman, C. (2010). Not all Marxism is dogmatism: a reply to Michel Husson. *International Socialism Journal*, 125. Disponible en: <http://isj.org.uk/not-all-marxism-is-dogmatism-a-reply-to-michel-husson/>
- Hein, E. (2015). Finance-dominated capitalism and re-distribution of income: a Kaleckian perspective. *Cambridge journal of economics*, 39(3), 907-934.
- Hein, E. & van Treeck, T. (2007). 'Financialisation' in Kaleckian/Post-Kaleckian models of distribution and growth, No 07-2007, IMK Working Paper, IMK at the Hans Boeckler Foundation, Macroeconomic Policy Institute
- Hilferding, R. (1910). *Finance capital: A study of the latest phase of capitalist development*. Viena: Ed. Tom Bottomore. NY: Routledge and Kegan Paul.
- Hong, G. H., Koczan, Z., Lian, W., & Nabar, M. (2018). *More slack than meets the eye? Recent wage dynamics in advanced economies* (IMF Working Paper No. 18/50). International Monetary Fund.
- Horsefield, J. K. (Ed.). (1969). *The International Monetary Fund 1945–1965* (Vol. 3). IMF.
- International Monetary Fund. (2013). *Global liquidity - Credit and funding indicators* (IMF Policy Paper). International Monetary Fund.
- Jafarov, E., Maino, R. & Pani, M. (2019). Financial Repression is Knocking at the Door, Again. Should We Be Concerned? *IMF Working Paper; WP/19/211*
- Jensen, M.C & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3,305-360
- Kaltenbrunner, A & Paineira, J.P. (2018). Financierización en América Latina: implicancias de la integración financiera subordinada. En Abeles, M., Perez Caldentey, E. & Valdecantos, S. (Eds). *Estudios sobre financierización en América Latina* (pp. 33-68). Santiago de Chile: CEPAL
- Keynes, J.M (1965) [1936]. *Teoría General De La Ocupación, El Interés Y El Dinero*. Ciudad de México: Fondo de Cultura Económica
- King, R. & R. Levine (1993). Finance and growth: Schumpeter might be right. *Quarterly Journal of Economics*, 108 (3), 717-737.

- Kohler, K., Guschanski, A. & Stockhammer, E. (2019). The impact of financialisation on the wage share. *Cambridge Journal of Economics*, 43(4), 937-974.
- Kregel, J. A. (1998). *Yes, "It" Did Happen Again: A Minsky Crisis Happened in Asia*. *Economics Working Paper Archive*, Working paper No. 234, Levy Economics Institute.
- Krippner, G. R. (2005). The Financialization of the American Economy. *Socio-Economic Review*, 3(2), 173–208.
- Lakner, C. (2016). *Global inequality: The implications of Thomas Piketty's Capital in the 21st Century* (World Bank Policy Research Working Paper No. 7776). World Bank
- Latin American Network Information Center. (s. f.). *Los procesos de privatización en América Latina*. Universidad de Texas en Austin. Recuperado el 14 de julio de 2025 de <http://lanic.utexas.edu/project/sela/privatizacion/estudios/procesos1.htm>
- Lapavistas, C. (2009). Financialised Capitalism: Crisis and Financial Expropriation. *Historical Materialism*, 17, 114–148.
- Lazonick, W. & O’Sullivan, M. (2000). Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance. *Economy and Society*, 29(1),13–35.
- Lazonick, W. (2014). Profits without prosperity: stock buybacks manipulate the market and leave most Americans worse off. *Harvard business review*, 92(9), 46-55.
- Lenin, V. (1968 [1917]). *Imperialism, The Highest Stage of Capitalism*. Pp. 169-262 in *Selected Works*. Moscow: Progress Publishers.
- Lin, K-H. & Tomaskovic-Devey, D. (2013). Financialization and U.S. Income Inequality, 1970–2008. *American Journal of Sociology*, 118(5), 1284-1329.
- Lisandrou, P. (2013). Global inequality as one of the root causes of the financial crisis: A suggested explanation. *Economy and Society*, 40(3), 323–344
- Liu, S., Qi, H., & Xie, Y. A. (2020). Executive compensation and capital structure. *Applied Economics*, 52(8), 825-838.
- Lustig, N., López-Calva, L. F., & Ortiz-Juárez, E. (2013). Declining inequality in Latin America in the 2000s: The cases of Argentina, Brazil, and Mexico. *World Development*, 44, 129–141.
- Luxemburg, R. (1913). La acumulación del capital o en qué han convertido los epígonos la teoría de Marx. *Crítica de las Críticas, Edicions Internacionals, Sedov*.
- Luzzi, M. (2017). La financiarización de los hogares bajo el prisma de otras crisis. *Civitas-Revista de Ciências Sociais*, 17(01), 43-60.

- Lo Duca, M., Nicoletti, G. & Vidal Martinez, A. (2016). Global corporate bond issuance: What role for US quantitative easing? *Journal of International Money and Finance*, 60, 114-150
- Mader, P., Mertens, D., & Van der Zwan, N. (Eds.). (2020). *The Routledge international handbook of financialization*. Routledge.
- Malic, E., & Santarcángelo, J. (2022). Financiarización subordinada en América Latina: dolarización, endeudamiento externo e internacionalización de la riqueza. *El trimestre económico*, 89(356), 1033-1065.
- Matsa, D. A. (2010). Capital structure as a strategic variable: Evidence from collective bargaining. *The Journal of Finance*, 65(3), 1197-1232.
- Mesa-Lago, C. & Marquez, G. (2007). Dos décadas de reformas financieras. En E. Lora (Ed.), *El estado de las reformas del Estado en América Latina* (397-432). Banco Interamericano de Desarrollo.
- McCauley, R., Upper, C., & Villar, A. (2013). *Emerging market debt securities issuance in offshore centres*. *BIS Quarterly Review*, September, 22–23.
- McCauley, R. N., McGuire, P., & Sushko, V. (2015). *Global dollar credit: Links to US monetary policy and leverage* (BIS Working Paper No. 483). Bank for International Settlements.
- McKinnon, R. (1973). *Money and Capital in Economic Development*. Washington, D.C.: Brookings Institution.
- Medeiros, C. (2010). Dependencia financiera y ciclos de crecimiento en países latinoamericanos. *Ciclos en la historia, la economía y la sociedad*, 19 (38), 189-210.
- Miranda-Agrippino, S. & Rey, H. (2020). The global financial cycle after Lehman. *AEA Papers and Proceedings*, 110, 523–528. <https://doi.org/10.1257/pandp.20201096>
- \_\_\_\_\_ (2021). *The Global Financial Cycle* (Working Paper No. 29327). National Bureau of Economic Research. <https://www.nber.org/papers/w29327>
- Morales Fajardo, M.E. (2009). Inversión extranjera directa en América Latina. El caso de Mercosur y México. *Trayectorias*, 11(29), 98-116
- Myers, S.C (1984). The Capital Structure Puzzle. *The Journal of Finance*, 39(3), 574-592
- Obstfeld, M. (2012). *Does the current account still matter?* (Working Paper No. 17877). National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w17877>
- \_\_\_\_\_ (26 de junio de 2017). *Assessing Global Imbalances: The Nuts and Bolts*. Recuperado de: <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2017/06/26/assessing-global-imbances-the-nuts-and-bolts>

- Ocampo, J. A. (2009). The impact of the global financial crisis on Latin America. *CEPAL Review*, 97, 7-22
- OCDE. (2003). *'White paper' sobre gobierno corporativo en América Latina*. París: Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos. Recuperado de ["White paper" sobre el gobierno corporativo en Latinoamérica](#)
- \_\_\_\_\_(2004). *OECD principles of corporate governance 2004*. OECD Publishing. <https://doi.org/10.1787/9789264015999-en>
- OpenAI. (2025). *ChatGPT* (versión GPT-4o) [Modelo de lenguaje]. <https://chat.openai.com>
- Orhangazi, Ö. (2008). Financialisation and Capital Accumulation in the Non-Financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation on the US Economy: 1973-2003. *Cambridge Journal of Economics*, 32(6), 863-886.
- Pariboni, R. y Tridico, P. (2019). Labour Share Decline, Financialisation and Structural Change. *Cambridge Journal of Economics*, 43 (4), 1073– 1102.
- Parsons, C., & Titman, S. (2008). Capital structure and corporate strategy. In *Handbook of empirical corporate finance* (203-234). Elsevier.
- Pérez Caldentey, E. (2018). Impacto de la política de flexibilización cuantitativa en la liquidez mundial y la estabilidad financiera. En Abeles, Pérez Caldentey y Valdecantos (Eds.): *Estudios sobre financierización en América Latina* (141-170). Santiago de Chile: CEPAL
- Pérez Caldentey, E., Favreau-Negront, N. & Méndez Lobos, L (2018). Corporate debt in Latin America and its macroeconomics implications. Levy Economics Institute of Bard College, WP No. 904.
- Pérez Caldentey, E. & Vernengo, M. (2021). Financialization, premature deindustrialization, and instability in Latin America. *Review of Keynesian Economics*, 9(4), 493-511.
- Phillips, K. P. (1993). Boiling point: Republicans, Democrats, and the decline of middle-class prosperity.
- \_\_\_\_\_(1994). Arrogant capital: Washington, Wall Street, and the frustration of American politics.
- Powell, J. (2013). *Subordinate financialisation: A study of Mexico and its non-financial corporations* (Doctoral dissertation, SOAS, University of London). SOAS Research Online. <https://core.ac.uk/reader/19090664>
- Rabinovich, J., & Pérez Artica, R. (2020). El aumento de los activos financieros en firmas de América Latina. ¿Un caso de financierización? *Realidad Económica*, 333, 113–140.

- Rey, H. (2015). *Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence*. (Working Paper No. 21162). National Bureau of Economic Research. <https://doi.org/10.3386/w21162>
- Rondinone, G., & Nicolás Cristóforo, M. (2023). Gestión macrofiscal de la financiarización de commodities. Medición del Valor a Riesgo (VaR) de la canasta exportadora agrícola argentina. *Desarrollo y Sociedad*, (93), 207-246.
- Roulet, C. (2015). *Corporate debt stress testing: A global analysis of non-financial corporations* (OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions No. 46). Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD). [https://www.oecd.org/en/publications/corporate-debt-stress-testing-a-global-analysis-of-non-financial-corporations\\_788a0c77-en.html](https://www.oecd.org/en/publications/corporate-debt-stress-testing-a-global-analysis-of-non-financial-corporations_788a0c77-en.html)
- Salama, P. (1996). La financiarisation excluante: les leçons des économies latinoaméricaines. En F. Chesnais: *La Mondialisation financière*. Paris: Syros.
- Santana Borges, R. E. (2017). Financiarización, cadenas globales de valor e inversión extranjera en la producción de etanol en Brasil a partir de la liberalización de la agroindustria: una interpretación marxista del período de 1990 a 2010.
- Serfati, C. (2001). El papel activo de los grupos predominantemente industriales en la financiarización de la economía. F. Chesnais (comp.), *La mundialización financiera: génesis, costo y desafíos*. Buenos Aires: Losada.
- Shaw, E. (1973): *Financial Deepening in Economic Development*. New York: Oxford University Press.
- Shim, I., Kalemli-Ozcan, S. & Liu, X. (2021). Exchange rate fluctuations and firm leverage, *IMF Economic Review*, 69 (7): 90-121.
- Shin, H. S. (2011). Global Banking Glut and Loan Risk Premium. Paper presented at the 12th Jacques Polak Annual Research Conference, Washington, DC—November 10–11, 2011.
- \_\_\_\_\_ (2014). The second phase of global liquidity and its impact on emerging economies. En R. Glick & M. M. Spiegel (Eds.), *Prospects for Asia and the Global Economy* (pp. 215-224). Federal Reserve Bank of San Francisco. <https://www.frbsf.org/wp-content/uploads/sites/4/Prospects-for-Asia-and-the-Global-Economy-full-text.pdf#page=223>
- Shin, H. S., & Zhao, L. (2013). *Firms as surrogate intermediaries: Evidence from emerging economies* (Working Paper). Asian Development Bank, December.
- Sobrun, J., & Turner, P. (2015). *Bond markets and monetary policy dilemmas for the emerging markets* (BIS Working Paper No. 508). Bank for International Settlements.

- Stallings, B. (2014). La economía política de las negociaciones de la deuda: América Latina en la década de los ochenta. En: *La crisis latinoamericana de la deuda desde la perspectiva histórica* (53-82). Santiago de Chile: CEPAL
- Stockhammer, E. (2004). Financialisation and the slowdown of accumulation. *Cambridge Journal of Economics*, 28, 719–741.
- \_\_\_\_\_ (2006). Shareholder Value Orientation and the Investment-Profit Puzzle. *Journal of Post Keynesian Economics*, 28(2), 193-215
- \_\_\_\_\_ (2009). *Determinants of functional income distribution in OECD countries* (No. 5/2009). IMK Study.
- \_\_\_\_\_ (2010). Financialization and the global economy. *Political Economy Research Institute Working Paper*, 242(40), 1-17.
- Stockhammer, E., Sgambati, S., & Nesvetailova, A. (2021). Financialisation: continuity and change—introduction to the special issue. *Review of Evolutionary Political Economy*, 2(3), 389-401.
- Summers, L.H (2000). International Financial Crises: Causes, Prevention, and Cures. *The American Economic Review*, 90(2), 1-16.
- Sweezy, P. (1997). More (or less) on globalization. *Monthly Review* 49(4). Disponible en: <https://monthlyreview.org/1997/09/01/more-or-less-on-globalization/>
- Thompson, P. (2013). Financialization and the Workplace: Extending and Applying the Disconnected Capitalism Thesis. *Work, Employment and Society*, 27(3), 472–488.
- Tori, D. & Onaran, I. (2017). *The effects of financialisation and financial development on investment: Evidence from firm-level data in Europe*. Greenwich Political Economy Research Centre (GPERC).
- Torija Zane, E. & Gottschalk, R. (2018). Patronos financieros y de inversión en América Latina desde la perspectiva del comportamiento empresarial. En: Abeles, M., Pérez Caldentey, E. and Valdecantos, S. (2018): *Estudios sobre financierización en América Latina* (205-226). Santiago de Chile: CEPAL.
- Tulumello, S. (2025). Financiarización de la vivienda como acumulación territorial en la semiperiferia: un marco comparativo. *Scripta Nova*, 29, 121-145.
- van der Zwan, N. (2014). Making sense of financialization. *Socio-Economic Review*, 12, 99–129.
- van Treeck, T. (2007). *Reconsidering the Investment-Profit Nexus in Finance-Led Economies: an ARDL-Based Approach*, IMK Working Paper 01-2007, IMK at the Hans Boeckler Foundation, Macroeconomic Policy Institute.

- Vernengo, M. (2023). A Framework to Interpret Macroprudential Policies in an Era of Financialization. *Financial openness, financial fragility and policies for economic stability*, 305.
- Wisman, J. D. (2013). Wage stagnation, rising inequality and the financial crisis of 2008. *Cambridge Journal of Economics*, 37(5), 921–945.
- Zalewski, D. A., & Whalen, C. J. (2010). Financialization and income inequality: a post Keynesian institutionalist analysis. *Journal of Economic Issues*, 44(3), 757-777.
- Zanotti, G. G., & Cassini, L. (2024). La financiarización subordinada en los sectores primarios argentinos a partir de la inserción en las cadenas globales de valor durante el nuevo milenio (2003-2021). *Cuadernos de Economía Crítica*, 10(20), 71-107.
- Zeolla, N. H. (2021). *Dimensión nacional e internacional de la financiarización en América Latina: Un estudio en base a estados contables de grandes empresas no financieras de 2000 a 2015* (Tesis de Doctorado. Universidad de Buenos Aires.) Recuperado de [http://bibliotecadigital.econ.uba.ar/download/tesis/1501-1309\\_ZeollaNH.pdf](http://bibliotecadigital.econ.uba.ar/download/tesis/1501-1309_ZeollaNH.pdf)
- Zeolla, N. H., Fernández, R., & Bortz, P. (2019). La economía política del Quantitative Easing y su impacto en las economías emergentes. *Realidad Económica*, 48(328), 59-a.

# Capítulo 2. Gobernanza corporativa y desigualdad: desde la teoría neoclásica a la financierización de la firma

## 2.1 Introducción

La financierización de la firma no puede ser comprendida sin un entendimiento sólido de las bases intelectuales que sustentan su conceptualización. Cómo se la entiende, cuáles son sus funciones, cómo opera, quiénes son los actores involucrados y cómo interactúan entre sí, quiénes toman las decisiones y cómo se estructuran las relaciones de poder, son algunos de los aspectos que serán tratados en este capítulo.

Desde la teoría económica dominante, la firma ha sido tradicionalmente estudiada como un agente racional que maximiza su utilidad operando en un entorno de mercados competitivos e información perfecta. Con la evolución hacia enfoques como la teoría de los derechos de propiedad y la teoría de agencia, se incorporaron desarrollos que reconocen ciertos problemas de información, como así también conflictos de interés, especialmente entre accionistas y gerentes. Sin abandonar el marco general de eficiencia asignativa, los aportes más recientes han introducido mecanismos contractuales como instrumentos de control, orientados a reducir los costos derivados de la separación entre la propiedad y la gestión, muchos de los cuales han influido en el diseño de políticas de compensación ejecutiva.

Por su parte, el enfoque postkeynesiano ofrece una lectura alternativa que pone el acento en la incertidumbre, la estructura de poder y la transformación institucional. Desde esta perspectiva, los mecanismos que buscan alinear los intereses entre propietarios y directivos no son neutrales, sino que constituyen mecanismos de disciplinamiento que reconfiguran las prioridades empresariales. El establecimiento de un mercado de control corporativo, el fortalecimiento del rol de los accionistas, así como la primacía de criterios financieros en las decisiones de la firma, son entendidos como expresiones de un cambio estructural que los autores postkeynesianos conceptualizan como *financierización de la firma*.

El capítulo se compone de siete secciones además de esta introducción. La siguiente sección realiza un breve recorrido de las trayectorias del pensamiento neoclásico sobre la firma. A continuación, la tercera sección examina en profundidad la Teoría de la Firma, tomando en cuenta su evolución a partir de distintos enfoques complementarios. El tercer apartado culmina con el abordaje de la teoría de la agencia y las contribuciones de Jensen y Meckling a la formalización de la relación entre principales (accionistas) y agentes (directivos), así como los costos derivados de los conflictos de interés que se desprenden de dicha relación. La cuarta sección examina los principales mecanismos propuestos por la literatura para mitigar estos costos, mientras que la quinta sección trata estos aspectos para el caso particular de América Latina. La sexta sección presenta la conceptualización de la firma desde el enfoque postkeynesiano, y la última ofrece un recorrido teórico sobre la financierización de la firma y sus implicancias distributivas al interior de esta. Finalmente, el capítulo concluye con una síntesis de los principales temas abordados.

## **2.2 De la teoría de precios a la teoría contractual: trayectorias del pensamiento neoclásico de la firma**

Los desarrollos iniciales de la teoría neoclásica carecieron de un marco conceptual que permitiera comprender a la firma como un agente económico con sus propias lógicas y vicisitudes. Desde este enfoque, la empresa era concebida como un actor más dentro del funcionamiento de la economía de mercado, representada en un modelo de equilibrio general en el que agentes racionales toman decisiones de maximización bajo condiciones de competencia e información perfecta. Como señalan Coriat y Weinstein (2011), en el modelo neoclásico tradicional, *‘El análisis de la firma no es más que un componente de la teoría de precios y la asignación de recursos’* (Coriat y Weinstein 2011, p. 21)

Más ampliamente, el enfoque neoclásico tradicional suele referirse a una economía de intercambio puro que abstrae tanto la producción como el dinero (Nicholas, 2012). En este marco, la firma opera de manera mecánica bajo condiciones que le son impuestas por el mercado, aplicando reglas de maximización a una función-objetivo, como si se tratara de una ‘caja negra’: los insumos ingresan a la caja y son transformados en bienes que, al salir, son devueltos al mercado. Al respecto Arrow, uno de los padres de la teoría del equilibrio general, señala:

*‘Cualquier teoría económica estándar, no solo la neoclásica, parte de la existencia de las empresas. Usualmente, la empresa es considerada como un punto o, en todo caso, una caja negra... Pero las empresas evidentemente no son puntos. Tienen una estructura interna. Esta estructura interna debe surgir por alguna razón’* (Arrow 1999, citado en Williamson 2000, p. 602)

Al respecto, Coase (1937), en el marco de una crítica general al modelo neoclásico de competencia perfecta, se posiciona como uno de los primeros autores en cuestionar esta concepción de la firma. Desafiando el supuesto tradicional del mecanismo de precios como asignador eficiente de recursos, Coase introduce una perspectiva innovadora al revelar que dentro de la firma opera un mecanismo diferente. Su análisis parte de la observación de que las transacciones de mercado conllevan costos, lo cual incentiva a las empresas a internalizar ciertas actividades:

*‘Fuera de la empresa, los movimientos de precios dirigen la producción, que se coordina a través de una serie de transacciones de cambio en el mercado. Dentro de una empresa, estas transacciones de mercado se eliminan y la complicada estructura de mercado con transacciones de cambio es sustituida por el empresario-coordinador, quien dirige la producción’* (Coase 1937, p. 388).

Coase distingue, de esta manera, dos formas alternativas de coordinar la producción: el mercado y la empresa. Este argumento, que guarda similitudes con lo planteado por Kaldor (1934) respecto a las limitaciones de la competencia perfecta, cuestiona la eficiencia del mercado como único sistema de organización económica, al reconocer la imposibilidad de conocer todos los precios relevantes y la existencia de costos asociados a la obtención de dicha información.

Cuando la producción, por el contrario, es coordinada por la firma, los costos vinculados al mecanismo contractual de cada transacción de mercado se sustituyen por un único contrato de tipo incompleto, en el que el factor productivo trabajo se compromete a seguir las directrices del empresario a cambio de una cierta remuneración. De este modo, la firma emerge como una forma de reducir los costos de negociar y formalizar múltiples contratos por separado, actuando como mecanismo de coordinación mediante, por ejemplo, contratos de largo plazo, evitando costos de renovación y riesgos para las partes involucradas (Coase, 1937).

Sin embargo, sostiene el autor, la firma también enfrenta límites inherentes que convierten al mercado en una alternativa viable. En este punto, Coase retoma las reflexiones de Knight, quien advierte sobre la existencia de fuerzas que restringen la expansión indefinida de la firma, impulsada por los incentivos que generan las ganancias monopólicas. Coase (1937) argumenta que la coordinación interna conlleva costos que actúan como barrera al crecimiento ilimitado.

A medida que la firma amplía sus actividades, el empresario puede enfrentar dificultades derivadas de la creciente complejidad en la gestión de múltiples tareas o de la optimización de los factores de producción, lo que finalmente se traduce en mayores costos. A ello se suman los costos asociados a la racionalización, ya que, pese a las ventajas de eficiencia de las unidades productivas más grandes, suele prevalecer un 'espíritu individualista' que lleva a los empresarios a preferir trabajar de manera autónoma en unidades más pequeñas. En consecuencia, estos costos delimitan el alcance de las actividades que la firma puede coordinar internamente, y determinan cuáles funciones pueden ser delegadas al mercado.

De esta manera, al 'abrir la caja negra', Coase (1937) reconoce implícitamente la presencia de actores y de relaciones de autoridad, comunicación y supervisión, a partir de la identificación de un empresario que toma decisiones. Como se verá a continuación, los desarrollos de Simon (1955, 1957, 1959, 1976, 1978, 1979) y Cyert y March ([1963] 1992) aportan herramientas fundamentales en este sentido para repensar a la firma neoclásica desde la perspectiva del comportamiento de los actores y del proceso de toma de decisiones.

Herbert Simon profundiza la 'apertura de la caja negra' al desplazar el foco desde los costos de organización hacia las limitaciones cognitivas de los individuos. Mediante la noción de racionalidad limitada, Simon sugiere que las decisiones dentro de la firma no están influenciadas únicamente por los costos económicos, tal como plantea Coase, sino también por las barreras intelectuales de los individuos. La teoría económica clásica de los mercados asegura Simon, *'(...) supone que el actor económico es racional y, por tanto, hace predicciones sólidas sobre el comportamiento humano sin realizar el arduo trabajo de observar a las personas. En segundo lugar, a menudo asume la competencia, lo que conlleva la implicación de que sólo los racionales sobreviven'* (Simon 1959, p. 254, traducción propia).

Por lo tanto, en un mundo de maximizaciones y racionalidad perfecta, -que Simon denomina ‘racionalidad sustantiva’-, la conducta de los actores se encuentra mayormente condicionada por sus objetivos, limitando la posibilidad de analizar y comprender el comportamiento de los actores y cómo éstos llevan a cabo el proceso de toma de decisiones en contextos más complejos. De esta manera, más allá de los objetivos, el comportamiento racional se halla mayormente condicionado por las características del entorno en el que se desarrolla. En virtud de ello, en la medida en que se desestiman aspectos como la complejidad y la incertidumbre, Simon asegura que *‘intentar predecir y prescribir el comportamiento económico humano a partir de una pequeña cantidad de supuestos incuestionables está destinado al fracaso’* (Simon, 1976, p. 85, traducción propia).

Inspirado en la psicología y en la inteligencia artificial, y a partir de estudios de caso, Simon propone una nueva perspectiva sobre los procesos de toma de decisiones basados en una racionalidad de tipo procedimental. Bajo este enfoque, las decisiones no se toman de manera puramente racional, sino que los individuos se enfrentan a factores desencadenantes que los llevan a asimilar información, lo cual redundando en la toma de decisiones fundamentada en deliberaciones razonables (Simon, 1976).

No obstante, Simon también señala que el proceso de toma de decisiones se encuentra sujeto a diversas limitaciones. Como él mismo explica: *‘el comportamiento humano es intencionalmente racional, pero sólo de forma limitada’* (Simon, 1957, p. xxiv, traducción propia). Esto implica que los agentes enfrentan restricciones cognitivas y de capacidad computacional que les impiden generar todas las alternativas posibles en un entorno incierto y complejo. Como resultado, recurren a un conjunto reducido de opciones, empleando reglas simples para la obtención de soluciones satisfactorias. De esta manera, la conciencia sobre las limitaciones cognitivas ‘empuja’ el accionar de los individuos hacia conductas de ‘satisfacción’ y no maximizadoras (Simon, 1957, 1959).

En este sentido, Simon plantea la noción de racionalidad dinámica. Conforme los individuos interactúan con su entorno y enfrentan nuevas situaciones, su racionalidad evoluciona a medida que ajustan sus decisiones, no sólo en función de objetivos inmediatos, sino también sobre la base de la experiencia previa y sus resultados. De este modo, los individuos cuentan con cierta flexibilidad para adaptar sus estrategias y enfoques, en función del entorno y los resultados deseados (Simon, 1959, 1979).

En este sentido, March y Simon (1958) desarrollan el concepto de ‘holgura organizacional’ para referirse a la capacidad de adaptación en la toma de decisiones. Dicho concepto es retomado posteriormente por Cyert y March ([1963] 1992), quienes postulan que las firmas funcionan como coaliciones de individuos con objetivos múltiples y dinámicos, donde la obtención de ganancias constituye uno de sus tantos objetivos en el marco de la búsqueda de soluciones satisfactorias, en línea con lo planteado por Simon.

De tal manera, las firmas no se comportan como unidades homogéneas, sino que la formulación de objetivos constituye el resultado de un proceso organizacional de negociaciones sujeto a aspiraciones y restricciones por parte de los individuos que la constituyen. En este marco, la holgura organizacional se traduce en procedimientos operativos estándar y reglas generales, lo cuales permiten gestionar conflictos internos y responder a presiones de corto plazo (Cyert y March, ([1963] 1992).

Por su parte, Leibenstein (1975, 1977) postula que cada individuo cuenta con un grado único de racionalidad, la cual se construye a partir de un compromiso entre la forma en la que le gustaría comportarse y la forma en la que realmente lo hace frente al sentido de obligación que le impone su entorno.<sup>19</sup> Así, para Leibenstein, el individuo no actúa necesariamente como un maximizador de beneficios, ni se guía únicamente por principios de satisfacción, como sugiere Simon.

De esta manera, en la medida en que el individuo habita contextos que ofrecen tanto oportunidades como limitaciones, el autor plantea que el nivel de eficiencia de los individuos en la ejecución de las tareas se sitúa por debajo del óptimo planteado por la teoría neoclásica. La discrepancia entre el óptimo y los niveles reales de esfuerzo es lo que Leibenstein denomina ‘eficiencia X’ (Leibenstein, 1975; 1982). Por lo tanto, según esta idea, la teoría de la maximización surge como un caso particular dentro de un contexto más amplio, caracterizado por niveles sub-óptimos de eficiencia (Leibenstein, 1977, 1982).

---

<sup>19</sup> En su determinación también operan rasgos de la personalidad, como, por ejemplo, el sentido de obligación ante los compromisos, el nivel de satisfacción con las rutinas de desempeño establecidas, así como el grado de perseverancia en relación a sus objetivos (Leibenstein, 1975; 1982).

De manera contemporánea, surgen los aportes de Williamson, quien se nutre de la teoría de los costos de transacción de Coase (1937), a la que considera ‘*un tratamiento extraordinariamente perspicaz de un problema fundamental*’ (Williamson, 1975, p. 4, traducción propia), al tiempo que retoma contribuciones de Simon, en particular los conceptos de contratos incompletos y racionalidad limitada, para explicar por qué, en contextos de alta incertidumbre, las empresas internalizan operaciones en lugar de recurrir al mercado.

En *Markets and Hierarchies* (1975), Williamson sostiene que la firma emerge como una alternativa organizacional cuando los costos de transacción se elevan, impulsados por la incertidumbre, la racionalidad limitada y el oportunismo. Más precisamente, el intercambio de mercado tiende a ser reemplazado en contextos de elevada incertidumbre, donde las limitaciones para prever contingencias futuras conducen a las empresas a establecer contratos de largo plazo, permitiendo que el futuro se desarrolle sin necesidad de anticipar todas las eventualidades desde el inicio (Williamson 1975).<sup>20</sup>

Desde esta perspectiva, la organización interna también se impone cuando se presentan comportamientos oportunistas difíciles de detectar *ex-ante*, que dan lugar a costos de negociación mediante acuerdos y garantías. Este tipo de costos se presenta frecuentemente en mercados competitivos con pocos oferentes y demandantes. Sin embargo, conforme aumenta el número de participantes de mercado, la competencia misma disciplina el comportamiento, estableciendo reglas generales que deben ser seguidas por los participantes (Menguzzato Boulard y Peris Bonet, 2009).

En cualquier caso, Williamson sostiene que dicho proceso de asignación no es estático, en la medida en que el grado de incertidumbre puede variar, alterando, por ejemplo, las asimetrías de información o los límites de la racionalidad limitada frente a cambios en la tecnología de procesamiento de información. De este modo, una asignación inicialmente eficiente puede dejar de serlo en otro momento, y viceversa.

---

<sup>20</sup> Los costos de redactar, ejecutar y hacer cumplir contratos en un mercado o en una firma dependen, según Williamson, tanto de las propiedades objetivas -o lo que el autor denomina factores ambientales- de los distintos arreglos institucionales, como de las características de los tomadores de decisiones que participan en la transacción – a los cuales llama factores humanos-.

Por su parte, en *The Economic Institutions of Capitalism* (1985), Williamson adopta un enfoque contractualista a partir del cual supone que cualquier relación de intercambio puede analizarse a través de los costos de transacción. Si bien, al igual que Coase, Williamson parte de entender las distintas configuraciones institucionales a partir de criterios de eficiencia, sus desarrollos introducen los ‘comportamientos oportunistas’ y la ‘especificidad de los activos’ como dos categorías de análisis originales. De allí en más, su marco teórico trasciende la dicotomía entre mercado y empresa, proporcionando una explicación abarcadora sobre las diversas formas institucionales que estructuran las relaciones económicas, sustentadas en una concepción particular de los contratos (Coriat y Weinstein, 2011).

Más precisamente, Williamson propone una clasificación contractual basada en el grado de incertidumbre, la especificidad de los activos y la frecuencia de las transacciones. De acuerdo con este criterio, distingue tres tipos de contratos: (i) el contrato clásico, característico del mercado tradicional, donde los acuerdos son precisos, la identidad de las partes es irrelevante y las contingencias se hallan estrictamente reguladas; (ii) el contrato neoclásico, propio de relaciones a largo plazo en contextos de incertidumbre, donde los acuerdos son incompletos y pueden surgir comportamientos oportunistas, requiriendo la intervención de terceros para la resolución de disputas; y (iii) el contrato relacional, que predomina en transacciones recurrentes y altamente específicas, donde el énfasis se halla puesto en la continuidad de la relación más que en los términos individuales de cada intercambio (Williamson, 1985).

Hasta este punto, los autores revisados han permitido esbozar la evolución del pensamiento neoclásico a partir de la incorporación de elementos institucionales, conductuales y organizacionales que, en conjunto, trascienden la visión original de la ‘caja negra’ y se aproximan a una concepción más realista y compleja de la empresa como agente económico fundamental. No obstante, la comparación entre los costos de transacción sigue dando lugar a un tratamiento estático de los problemas de intercambio; de este modo, los actores realizan cálculos semejantes a los del *homo economicus*, tomando decisiones acotadas a un conjunto reducido de alternativas orientadas a minimizar costos (Gandlgruber Bauer, 2004).

En este sentido, Chandler (1962, 1977) lleva el análisis a un nivel más profundo, destacando la gestión profesional como una respuesta a los problemas de coordinación y las economías de escala. A través de un recorrido histórico sobre la evolución de la firma estadounidense desde fines del siglo XIX, su obra no solo cuestiona la noción de competencia perfecta de la

economía ortodoxa (Lazonick, 2012), sino que también brinda aportes valiosos sobre el proceso de adaptación y redefinición empresarial en un entorno económico cada vez más complejo, caracterizado por un crecimiento sostenido de la demanda, el desarrollo tecnológico y una mayor apertura a los mercados internacionales.

Según Chandler, las formas incipientes de la empresa moderna surgieron en Estados Unidos hacia la década de 1840. Impulsadas por un exceso de capacidad, las unidades productivas tradicionales individuales, o pequeños grupos de propietarios dedicados a una única línea de producción con una demanda geográficamente limitada, comenzaron a comercializar sus productos directamente a minoristas e incluso al consumidor final. La asunción gradual de nuevas y cada vez más complejas funciones, en paralelo con la expansión continua de las grandes empresas industriales, el progreso tecnológico y el crecimiento sostenido de la población, dio lugar a estructuras organizativas que requerían estrategias de coordinación, evaluación y planificación, así como marcos jurídicos que habilitaran operaciones a gran escala. Este conjunto de transformaciones también condujo a diferencias de intereses entre los distintos actores e impuso nuevos obstáculos administrativos, que exigieron respuestas organizativas innovadoras.

Frente a estos desafíos, las empresas líderes comenzaron a adoptar estructuras descentralizadas para gestionar sus operaciones, dando origen a la que Chandler (1962) denominó la ‘empresa moderna’ o ‘multidivisional’. Este modelo, que se popularizó en Estados Unidos a comienzos de la Primera Guerra Mundial, se organizaba en unidades operativas especializadas por línea de producto o región, consolidando la separación entre la propiedad y la gestión. Aunque las primeras grandes empresas industriales comenzaron por contratar gerentes intermedios para tareas productivas y comerciales, la reorganización resultante de los procesos de fusión e integración vertical sentó las bases de corporación moderna: ejecutivos asalariados, a cargo de la dirección y la gestión cotidiana, y una propiedad accionaria ampliamente distribuida, con escasa intervención directa en las decisiones de gestión.

No obstante, esta estructura organizativa, lejos de eliminar las tensiones internas, dio lugar a nuevas formas de conflicto entre los distintos agentes, en particular entre propietarios y gestores. La primera referencia a este tipo de conflictos en la teoría económica puede rastrearse hasta Adam Smith (García Ruiz, 1994), quien tempranamente advirtió sobre la disparidad de

intereses que caracteriza a este tipo de organización. En *La Riqueza de las Naciones* (1776), Smith expone esta problemática de la siguiente manera:

*‘Los directores de esas [sociedades anónimas], sin embargo, siendo más bien los administradores del dinero de otras personas que del suyo propio, no se puede esperar que deben velar por ella con la misma vigilancia ansiosa con la que los socios de una sociedad privada velan por sí mismos. Como los mayordomos de un hombre rico, son propensos a considerar la atención a asuntos pequeños como no para el honor de su amo, y muy fácilmente se dan una dispensa de tenerlo. Por lo tanto, la negligencia y la profusión siempre deben prevalecer; más o menos, en la gestión de los asuntos de una empresa de este tipo’* (Adam Smith. *The Wealth of Nations*, 1776, Cannan Edition (Modern Library, New York, 1937) p. 700, [cita tomada de Jensen y Meckling, 1976, p. 305, traducción propia].

Esta preocupación fue compartida por Berle y Means (1932), considerados también precursores en el estudio de las relaciones de agencia y los problemas asociados a estas (Londoño Correa, 2005). Según los autores, las funciones del propietario -o lo que denominan el ‘poder económico concentrado’-, que anteriormente incluían la dirección, el control de la producción y la distribución de la riqueza generada, comenzaron a restringirse a la mera tenencia de valores. La propiedad, a su vez, comenzó a estar cada vez más dispersa en un número creciente de accionistas, que en su mayoría dejaron de ejercer una influencia directa sobre la gestión de la firma. Las tensiones entre los accionistas y la gerencia son ilustradas por Berle y Means en el siguiente párrafo:

*‘El control físico sobre los instrumentos de producción se haya cedido en un grado cada vez mayor a grupos centralizados que administran la propiedad en masa, supuestamente, pero de ninguna manera necesariamente, en beneficio de los tenedores de valores’* (Berle y Means 1932, p.7, traducción propia).

Finalmente, la visión dominante de la firma dentro de la economía neoclásica actual recoge algunas de las críticas del propio campo neoclásico discutidas en este apartado, así como desde enfoques heterodoxos, como las corrientes institucionalista y marxista. En este marco, lo que se ha denominado la ‘nueva teoría de la firma’ o la ‘nueva ortodoxia’, busca describir a la empresa como una organización compleja, compuesta por individuos con objetivos diversos y potencialmente conflictivos. Esta perspectiva reconoce la dimensión relacional y jerárquica

que adoptan los vínculos al interior de la misma -principalmente entre propietarios, gestores y trabajadores-, así como sus interacciones con el entorno, aunque manteniendo los fundamentos del enfoque neoclásico, centrado en la racionalidad individual y la eficiencia asignativa (Coriat y Weinstein, 2011).

Asimismo, si bien este enfoque incorpora en sus análisis elementos como la información imperfecta y las asimetrías de información, el funcionamiento de la empresa continúa siendo interpretado dentro del marco general del equilibrio económico. En este contexto, la teoría contractual de la firma -que articula los aportes de la teoría de los derechos de propiedad y la teoría de la agencia-, sostiene que la interacción entre individuos libres, organizada a través de instituciones contractuales, y dentro de un contexto dado de tecnologías y preferencias, conduce a resultados eficientes socialmente óptimos (Coriat y Weinstein, 2011). Sobre esta base, a continuación se desarrolla el enfoque contractual de la firma propuesto por Jensen y Meckling (1976), considerado uno de los pilares de la nueva ortodoxia neoclásica.

### **2.3 La Teoría de la Firma**

La nueva ortodoxia clásica, centrada en los derechos de propiedad y la relación de agencia, propone un análisis basado en la naturaleza de las relaciones entre los miembros de la firma y con el entorno, así como en los roles que estos desempeñan en su funcionamiento. Desde esta perspectiva, la literatura examina los vínculos entre propietarios y trabajadores, por un lado, y entre propietarios y gerentes, por otro, manteniendo el enfoque neoclásico tradicional basado en supuestos de racionalidad perfecta y en la asignación eficiente de recursos (Coriat y Weinstein, 2011).

#### **El enfoque contractual**

Durante las décadas de 1960 y 1970, las grandes corporaciones estadounidenses, que habían consolidado su crecimiento mediante la reinversión de ganancias y la acumulación de capital, comenzaron a enfrentar dificultades. La expansión interna desmesurada y el auge de las fusiones y adquisiciones generaron, entre otras cosas, ineficiencias en la toma de decisiones, la cual se hallaba altamente centralizada hasta entonces. A esto se sumó un escenario macroeconómico inestable y la creciente competencia internacional, especialmente por parte de firmas japonesas.

En este contexto, surge La Teoría de la Firma, desarrollada por Jensen y Meckling (1976), la cual conceptualiza a la corporación moderna como un ‘nexo de contratos’ (Fama, 1980): un dispositivo eficiente de organización económica basado en la sofisticación contractual. Esta visión de la firma plantea la separación entre la propiedad y el control como una característica esencial de la corporación moderna, que permite asegurar que la gestión y la asunción de riesgos se traten por separado.

La Teoría de la Firma toma elementos de la teoría de los derechos de propiedad y de la teoría de la agencia, consolidándose desde entonces como el paradigma neoclásico dominante en el análisis de la firma. Un denominador común de estas vertientes es el rechazo al modelo clásico de la empresa (Kim y Mahoney, 2005), que adquiere fuerza frente al volumen creciente de críticas acerca del alcance y la aplicabilidad del marginalismo clásico en el entendimiento de la empresa (Furubotn y Pejovich, 1972). Jensen y Meckling (1976) destacan algunas de estas limitaciones en la siguiente cita:

*‘La empresa es una ‘caja negra’ operada de manera que cumpla con las condiciones marginales relevantes con respecto a insumos y productos, maximizando así las ganancias o, más exactamente, el valor presente. Sin embargo, salvo algunos pasos recientes y tentativos, no tenemos ninguna teoría que explique cómo se equilibran los objetivos en conflicto de los participantes individuales para producir este resultado’ (Jensen y Meckling, 1976, p. 306-307, traducción propia).*

Bajo esta concepción, los vínculos entre los actores individuales son entendidos como una relación contractual entre los factores de producción. El comportamiento de los actores se interpreta como una combinación de formas clásicas de búsqueda del interés propio, que entran en conflicto al coexistir con los objetivos disímiles de otros participantes al interior de la organización (Jensen, 1983), quienes a su vez advierten que su suerte depende en parte de la supervivencia del conjunto en su competencia con otras empresas (Fama, 1980).

*‘La empresa no es un individuo. Es una ficción jurídica que sirve como foco de un proceso complejo en el que los objetivos en conflicto de individuos (algunos de los cuales pueden “representar” a otras organizaciones) se equilibran dentro de un marco de relaciones*

*contractuales. En este sentido, el “comportamiento” de la empresa es como el comportamiento de un mercado; es decir, el resultado de un complejo proceso de equilibrio’* (Jensen y Meckling 1976, p.311, traducción propia).

### **Los derechos de propiedad y su impacto en la organización**

La teoría de los derechos de propiedad, cuyos fundamentos fueron establecidos por Coase (1937, 1959, 1960) y posteriormente desarrollados, entre otros, por Alchian (1965, 1969), Demsetz (1966, 1967) y Alchian y Demsetz (1973), constituye un pilar central en el análisis neoclásico de la firma. Estudios posteriores, como los de North (1981, 1990), Cheung (1983) y Eggertsson (1990), ampliaron este marco, aunque aquí solo se revisarán los aportes iniciales.

Según Demsetz (1967), los derechos de propiedad son un instrumento social que guía expectativas e incentivos, regulando la asignación y el uso de recursos escasos. Bajo esta idea, las decisiones económicas no se encuentran determinadas por fuerzas que especifican precios y cantidades; más bien, los problemas de elección social se piensan a partir de un conjunto de técnicas, reglas o costumbres producidos socialmente, los cuales intervienen en la resolución de conflictos inherentes a la escasez de recursos. Los derechos de propiedad abarcan una amplia gama de dispositivos tales como el intercambio, la religión, huelgas o guerras, que las sociedades emplean en distintos grados, de acuerdo a circunstancias particulares. De esta manera, los derechos de propiedad constituyen reglas e instituciones que organizan la interacción social (Alchian y Demsetz, 1973).

Tal como describen Furubotn y Pejovich: *‘El sistema predominante de derechos de propiedad en la comunidad puede describirse, entonces, como el conjunto de relaciones económicas y sociales que definen la posición de cada individuo con respecto a la utilización de recursos escasos’* (Furubotn y Pejovich 1972, p. 1139, traducción propia).

Los derechos de propiedad no solo determinan quién tiene acceso a los recursos, su propia naturaleza establece además la existencia de costos y beneficios distribuidos de manera desigual entre los participantes. Esto conduce a la pregunta sobre su asignación al interior de la organización (Jensen y Meckling, 1976). De acuerdo con esto, la literatura sobre derechos de propiedad desafía a la teoría neoclásica tradicional, al plantear que los modelos

convencionales deben incorporar costos de transacción y estructuras de incentivos para poder explicar mejor el comportamiento económico (Furubotn y Pejovich, 1972).

Más precisamente, su crítica al viejo paradigma neoclásico se organiza en torno a dos grandes ejes. En primer lugar, las soluciones de mercado no siempre garantizan el óptimo social, ya que la introducción de nuevas tecnologías y la apertura de mercados pueden generar externalidades que no siempre logran internalizarse de forma automática. Por lo tanto, la existencia de derechos de propiedad permite internalizar externalidades y lograr que los efectos se repartan más equitativamente entre los interesados (Demsetz, 1967).

En segundo lugar, cuestiona la suposición de derechos de propiedad bien definidos y costos contractuales nulos, condiciones que no siempre se verifican en la realidad. En este sentido, la corriente complejiza el análisis al desplazar el foco desde el individuo hacia la organización. Así, el individuo -concebido como un agente que busca maximizar su utilidad- opera dentro de los límites impuestos por la estructura organizacional existente, lo que condiciona la formación y expresión de sus preferencias. De este modo, emergen una multiplicidad de arquetipos de derechos de propiedad, lo que complejiza el análisis de las interrelaciones entre los arreglos institucionales y el comportamiento económico de los agentes (Furubotn y Pejovich, 1972).

Desde esta óptica, los contratos -tanto formales como no formales- especifican los derechos y las obligaciones de cada agente dentro de la organización, estableciendo los criterios de evaluación del desempeño y las estructuras de pago a las cuales se enfrentan (Jensen, 1983). Estas normas internas operan junto con restricciones externas y con las innovaciones tecnológicas, configurando en conjunto las estrategias de toma de decisiones de la empresa (Fama y Jensen, 1983).

En este marco, el papel de los gerentes se vuelve esencial, al ser quienes deciden sobre la asignación de recursos al interior de la corporación. Puede ocurrir, sin embargo, que los gerentes se comporten de manera oportunista -por ejemplo, desviando recursos en beneficio propio-, llevando a que sus acciones colisionen con los intereses de los propietarios (Furubotn y Pejovich, 1972). Es aquí donde la teoría de la agencia cobra relevancia, proporcionando un marco para analizar estos conflictos y los mecanismos para alinear los incentivos de sus participantes.

## **La teoría de la agencia**

La teoría de la agencia define la relación entre dos partes cuando una de ellas, denominada agente, actúa en representación de la otra, el principal, en decisiones que le han sido delegadas deliberadamente (Ross, 1973). Tomando como inspiración el tratamiento que Alchian y Demsetz (1972) realizan sobre la producción en equipo, Jensen y Meckling (1976) amplían esta definición, incorporando la relación que existe entre los problemas de agencia y los derechos de propiedad.

Alchian y Demsetz (1972) sostienen que el análisis clásico asume erróneamente que la asignación de recompensas en función de la productividad puede realizarse a costo cero. Por el contrario, los autores plantean una relación de causalidad inversa, en la que el sistema de recompensas es el que induce respuestas específicas en términos de productividad. Asimismo, en contextos de producción en equipo, el producto marginal es de carácter colectivo, lo que impide identificar con precisión la contribución individual. En estas condiciones, surgen incentivos para que los agentes eludan responsabilidades cuando su desempeño no puede ser fácilmente observado.

Por su parte, Eisenhardt (1989) clasifica la literatura de la agencia en dos vertientes principales: la teoría positivista de la agencia y la investigación principal-agente. Ambas se centran en la relación contractual entre el principal y el agente, compartiendo supuestos sobre la información y el comportamiento de las partes. Sin embargo, la teoría positivista se enfoca en la relación entre propietarios y gerentes en grandes corporaciones, analizando mecanismos de gobernanza que limitan el oportunismo gerencial, como lo hacen Fama (1980), Jensen (1983) y Fama y Jensen (1983). La segunda corriente, por su parte, formula modelos matemáticos cuya aplicación involucra un conjunto más amplio de relaciones de agencia. La literatura de este tipo introduce formalmente los problemas de riesgo moral (el agente evade parte de sus compromisos) y selección adversa (el principal no puede distinguir claramente las habilidades del agente) como dos cuestiones claves que sustentan el problema de agencia.

## **Los aportes de Jensen y Meckling**

Considerando lo enunciado hasta entonces, Jensen y Meckling (1976) desarrollan un modelo formal para ilustrar el comportamiento de los agentes y los costos de agencia derivados de la

separación entre la propiedad y el control, o más precisamente “(...) *los costos de agencia generados por los acuerdos contractuales entre los propietarios y la alta dirección de la corporación*” (Jensen y Meckling 1976, traducción propia, p. 309).

Estos costos, pecuniarios y no pecuniarios<sup>21</sup>, incluyen cargos de monitoreo (a cargo del principal), de vinculación (que soporta el gerente), y las pérdidas residuales. La forma contractual de equilibrio surge en un entorno de incertidumbre, información imperfecta y agentes con racionalidad limitada. Además, los principales suelen ser neutrales al riesgo, mientras que los agentes tienden a ser adversos al mismo (Eisenhardt, 1989).

Para analizar los costos de agencia, Jensen y Meckling parten de un escenario simplificado en el que, en principio, no existen impuestos ni crédito comercial, y donde la empresa no emite instrumentos financieros complejos. Consideran una situación en la que el propietario-gerente posee el 100% de los derechos residuales de la empresa, es decir, tiene control total sobre las decisiones y se apropia íntegramente de los beneficios pecuniarios y no pecuniarios derivados de su gestión.<sup>22</sup> El gerente, en este contexto, toma decisiones orientadas a maximizar su utilidad, no sólo en términos financieros, sino también en función de otros beneficios, como el poder o el prestigio. Así, la asignación de recursos se ajusta hasta el punto en que la utilidad marginal de un dólar adicional se iguala entre usos pecuniarios y no pecuniarios.

Los costos de agencia comienzan a surgir cuando el propietario-gerente decide vender una fracción de las acciones, es decir, cuando parte del control pasa a manos de otros accionistas. En este caso, el propietario-gerente ya no internaliza completamente los beneficios y costos de sus decisiones. Si vende, por ejemplo, el 5% de sus acciones, solo recibirá el 95% de los beneficios de su gasto no pecuniario, mientras que el 5% restante será soportado por los nuevos accionistas, quienes no necesariamente comparten los mismos intereses que el propietario original. Esto puede llevar a comportamientos oportunistas por parte del propietario inicial, quien toma decisiones que maximizan sus propios beneficios no pecuniarios, sin tener en cuenta los costos que esto puede acarrear a los nuevos accionistas. De esta manera, la

---

<sup>21</sup> Por no pecuniarios se entiende a los costos asociados, por ejemplo, al nivel de disciplina y las relaciones con los empleados, el nombramiento de personal, el tipo de inmobiliario, el cumplimiento de las tareas laborales, etc.

<sup>22</sup> La noción de derechos residuales se asocia a la idea de que el propietario de una firma no solo tiene derecho a las utilidades después de cumplir con sus obligaciones contractuales, sino también a la toma de decisiones sobre el uso del excedente (Alchian y Demsetz, 1972).

separación de intereses constituye el origen de los costos de agencia: el propietario original toma decisiones en función exclusivamente de su utilidad personal, lo cual no siempre coincide con los intereses de los nuevos propietarios, generando costos adicionales para la empresa.

Los comportamientos oportunistas pueden limitarse a partir del gasto en actividades de seguimiento por parte de los nuevos propietarios. Los accionistas minoritarios suelen anticipar estos costos, incorporándolos en el precio que están dispuestos a pagar por las acciones, el cual refleja tanto el conflicto de agencia como los costos de supervisión. En este sentido, el accionista estará dispuesto a asumir dichos costos siempre que el incremento de bienestar derivado de convertir sus derechos sobre la empresa en poder adquisitivo sea suficiente para compensarlos (Jensen y Meckling, 1976).

La decisión del propietario-gerente de desprenderse de parte de sus acciones también genera una separación entre la propiedad y la gestión. La incorporación de nuevos accionistas a la empresa crea el espacio propicio para delegar la toma de decisiones en un gerente profesional, quien asume la administración de la empresa en representación de los propietarios. La figura del gerente (el agente) está también trazada por sus propios intereses, que pueden no alinearse con los de los tenedores de acciones. El gerente, como cualquier otro agente económico, buscará maximizar su utilidad, tanto pecuniaria (bonificaciones o salarios) como no pecuniaria (prestigio, poder, uso discrecional de recursos, etc.) (Jensen y Meckling, 1976).

El conflicto principal-agente se ve reforzado, en parte, por la presencia de información asimétrica: el gerente suele disponer de más y mejor información sobre la situación de la empresa que los accionistas. Esto facilita la aparición de comportamientos oportunistas, en la medida en que el gerente puede tomar decisiones difíciles de monitorear o evaluar desde el exterior (Jensen y Meckling, 1976). Frente a ello, los accionistas pueden destinar recursos a actividades de monitoreo, a la implementación de esquemas de incentivos y a asumir pérdidas residuales, con el objetivo de alinear los intereses del gerente con los suyos y mitigar los costos derivados de dichos comportamientos, los cuales, no obstante, no desaparecen por completo (Önday, 2016).

En síntesis, la teoría de la agencia aborda los conflictos de interés que emergen de la separación entre la propiedad y el control en las empresas, sosteniendo que los costos de monitoreo,

vinculación y pérdida residual son inevitables, aunque pueden limitarse mediante mecanismos contractuales y de gobernanza. En este marco, Jensen y Meckling ofrecen un andamiaje teórico ampliamente adoptado en la literatura dominante sobre gobierno corporativo, que enfatiza la centralidad del monitoreo y de la estructura de propiedad, así como el papel de los incentivos en la gestión empresarial. Varias de estas estrategias serán retomadas en la sección siguiente.

Por último, tal como desarrollará más adelante, el argumento según el cual los directivos deben ser incentivados a actuar en función de los intereses de los accionistas con el fin de minimizar los costos de agencia se fundamenta en el principio neoclásico de la maximización del interés individual. Este principio se ha traducido, en las últimas décadas, en la primacía otorgada a la realización de beneficios financieros y en la consecuente subordinación de las decisiones productivas a criterios financieros. Así, la búsqueda de eficiencia asignativa y el énfasis en el control del agente por parte del principal han contribuido al proceso de financierización de la firma, consolidando la maximización del valor para el accionista como el objetivo predominante de la empresa.

#### **2.4 Alineación de incentivos en la relación principal-agente**

La alineación de objetivos entre accionistas y directivos ha dado lugar a una extensa literatura centrada en su institucionalización (McCahery y Renneboog, 2001). Por ejemplo, Fama y Jensen (1983) proponen que la junta directiva funcione como un mecanismo de control frente a los comportamientos oportunistas de la gerencia. Dado que este órgano tiene la facultad de contratar, despedir, y compensar a los directores ejecutivos de alto nivel, así como de supervisar y evaluar sus decisiones más relevantes, puede acceder a información clave sobre las decisiones tomadas en la cúpula de la organización, y contribuir de esta manera a garantizar la separación entre la gestión y el control de las decisiones.

Los autores sostienen, además, que la separación entre las funciones de gestión y control puede mejorar la eficiencia, al evitar la concentración de ambas funciones en un mismo agente. En organizaciones simples, esta separación ocurre en los niveles más altos. Sin embargo, en corporaciones más complejas, la información relevante suele estar distribuida a lo largo de distintos niveles. En estos casos, puede resultar conveniente que la separación se produzca en

los niveles inferiores, a fin de aprovechar el conocimiento localizado en puntos estratégicos del proceso decisorio (Fama y Jensen, 1983).<sup>23</sup>

Jensen y Murphy (1990), por su parte, sostienen que los problemas de agencia pueden minimizarse mediante el diseño de esquemas eficientes de incentivos organizacionales. Dado que los directores ejecutivos no siempre logran identificar con claridad cuáles de sus acciones contribuyen a incrementar la riqueza de los accionistas, los autores plantean la necesidad de recurrir a políticas de compensación basadas en el desempeño, tales como bonos, revisiones salariales, decisiones de despido y participación accionaria. Este enfoque introduce la noción de que una estructura de compensación autoejecutable, directamente vinculada al desempeño de la empresa, puede contribuir a alinear los incentivos de los agentes.<sup>24</sup>

Holmström y Tirole (1993) amplían este análisis al incorporar la dinámica de los mercados y la estructura de propiedad. Su propuesta radica en garantizar la participación interna de los administradores mediante la tenencia de acciones. Mediante este tipo de vinculación, se introduce un componente de monitoreo de mercado, en la medida en que la negociación pública de las acciones de una empresa no solo refuerza la disciplina gerencial, sino que también, en contextos de suficiente liquidez, genera señales informativas que permiten un seguimiento más eficaz del desempeño.

Por otra parte, algunos teóricos argumentan que una forma eficaz de atenuar los problemas de monitoreo es mediante la presencia de grandes accionistas. Cuando la propiedad se encuentra ampliamente dispersa entre numerosos accionistas individuales, el costo de acceder a información relevante para ejercer una supervisión efectiva resulta elevado (Demsetz, 1983). En cambio, los grandes accionistas, bajo estructuras de información adecuadas, pueden monitorear la gestión de forma más eficiente (Zeckhauser y Pound, 1990). Esta idea se vincula

---

<sup>23</sup> Al tratarse de juicios subjetivos sobre el comportamiento de la gerencia, trabajos como los de Levy y Williams (2004) y Prendergast y Topel (1996) sugieren que esta estrategia podría estar cargada de valoraciones distorsionadas.

<sup>24</sup> En muchas organizaciones, las bonificaciones constituyen un componente muy importante de los contratos de incentivos. Éstos pueden consistir en esquemas explícitos de bonificación a través de contratos que ajustan la remuneración a medidas objetivas de desempeño individual, o a medidas generales de desempeño utilizando un umbral o medida objetivo como marco de referencia (Prendergast, 1999), como puede ser una escala salarial (Kim y Ng, 2018). Dichas estrategias pueden estar alineadas a la política general de ingresos organizacional (Zmijewski y Hagerman, 1981) o estar asociadas a niveles de inversión empresarial (Larcker, 1983). También existen bonificaciones que no se especifican ni se garantizan por adelantado, las cuales pueden estar basadas en promesas, y cuyos pagos se ejecutan de manera flexible (Levmore, 2001).

al papel de los *raiders*, que son aquellos accionistas que buscan hacerse del control de empresas de bajo desempeño con el fin de reestructurarlas y mejorar su rentabilidad. En este sentido, la literatura de agencia identifica los procesos de fusiones y adquisiciones como uno de los mecanismos eficaces para disciplinar a los ejecutivos de empresas que muestran resultados poco satisfactorios (Holderness y Sheehan, 1985; Icahn, 1988; Walsh y Kosnik, 1993; Grossman y Hart, 1980).

Por otra parte, los dividendos pueden operar como una herramienta de señalización del desempeño empresarial, al influir en las expectativas de los inversores sobre el rendimiento presente y futuro de la empresa. Por ejemplo, un aumento en los dividendos puede interpretarse como una señal de expectativas favorables respecto a las ganancias futuras, mientras que su sostenimiento o incremento en el tiempo puede indicar solidez financiera y capacidad de generación de ingresos a largo plazo (Benartzi, Michaely y Thaler, 1997; Bhattacharya, 1979; Brook, Charlton y Hendershott, 1998). Según Aharony y Swary (1980):

*‘Suponiendo que los gerentes posean información privilegiada sobre las perspectivas futuras de sus empresas, pueden utilizar varios dispositivos de señalización para transmitir esta información al público ... La hipótesis del ‘contenido informativo de los dividendos’ sostiene que los directivos utilizan los anuncios de dividendos en efectivo para señalar cambios en sus expectativas sobre las perspectivas futuras de la empresa’ (Aharony y Swary, 1980, p. 1, traducción propia).*

En línea con esta hipótesis, los autores sostienen que *‘(...) si los dividendos transmiten información útil (...) esto se reflejará en los cambios en el precio de las acciones inmediatamente después de un anuncio público’ (Aharony y Swary 1980, p.1, traducción propia).* En este sentido, Pettit (1972) observa que los precios de las acciones reaccionan con cierta rapidez a los anuncios de cambios en los pagos de dividendos, mientras que Asquith y Mullins (1983) aseguran que el poder de señalización está estrechamente vinculado a la magnitud de los aumentos. Asimismo, si los inversionistas logran anticipar con precisión el nivel esperado de los dividendos, los aumentos futuros pueden tener un impacto igual o incluso mayor en la riqueza de los accionistas.

Finalmente, uno de los mecanismos que ha ganado mayor popularidad es la compensación mediante opciones sobre acciones. En el marco de la teoría de la agencia, estas opciones

operan como un incentivo que busca vincular la remuneración de los ejecutivos al desempeño financiero de la firma, particularmente al precio de sus acciones, bajo la premisa de que dicho precio refleja las expectativas de los accionistas sobre el valor presente neto de los flujos futuros. Su uso se basa en el supuesto de que la exposición directa del ejecutivo al desempeño accionario genera comportamientos más consistentes con la maximización del valor para el accionista (Conyon, Fernández, Ferreira, Matos y 2011).

Además de alinear incentivos, el uso de opciones puede incentivar recompras de acciones, las cuales actúan como señales de solidez financiera, a la vez que reducen el efecto dilutivo de las nuevas emisiones (Hall y Murphy, 2000). Asimismo, pueden funcionar como un mecanismo de retención, ya que las opciones no adquiridas suelen perderse si el empleado abandona la empresa antes de un cierto período de tiempo (Oyer y Schaefer, 2004). Algunos autores destacan también su ventaja frente a las bonificaciones en efectivo, al ofrecer mayor previsibilidad *ex-ante* (Booth, 2009), si bien no se hallan exentas de algunos componentes *ex-post*, como la discrecionalidad en el número de opciones finalmente otorgadas (Levmore, 2001).

Si bien los planes de incentivos mediante opciones sobre acciones se introdujeron en Estados Unidos a mediados de los años cincuenta, su adopción se expandió significativamente desde la década de 1980. Al calor de un notable aumento de la remuneración ejecutiva durante la década de 1990 (Piketty y Saez, 2001), para el año 2000, las compensaciones en acciones representaban el 75% de la retribución total de los CEOs, a la vez que se extendían a otros niveles jerárquicos (Hall y Murphy, 2003). Este fenómeno estuvo estrechamente vinculado a las oportunidades que ofrecían los mercados financieros y los marcos regulatorios vigentes en ese entonces, como fue discutido en el primer capítulo.

Una extensa literatura ha destacado el papel central de los esquemas de compensación ejecutiva como uno de los principales factores que incentivaron conductas de riesgo y contribuyeron a la Crisis Financiera Global (Bebchuk, Cohen y Spamann, 2010; Bhagat y Bolton, 2014; Coffee, 2011; Stiglitz, 2009). Si bien la compensación media de los altos ejecutivos disminuyó tras el colapso financiero, diversos estudios muestran que esta tendencia se revirtió con relativa rapidez en los años posteriores (Malik y Shim, 2019; Gabaix, Landier y Sauvagnat, 2013; Sonenshine, Larson y Cauvel, 2016).

Esto se tradujo en una ampliación de la brecha en términos de ingresos con el resto de los trabajadores no solo en Estados Unidos. Petrin (2015), Peetz (2009), Bussin y Modau (2015), Göx (2016) y Beck, Friedl y Schäfer (2020) documentan patrones similares en el Reino Unido, Australia, Sudáfrica y Alemania, respectivamente. En América Latina, los mecanismos de alineación de incentivos presentan rasgos particulares, estrechamente ligados a la estructura de propiedad de las firmas, como se analizará en la sección a continuación.

## **2.5 Características de la estructura de propiedad en América Latina y los mecanismos de compensación corporativos**

Los grandes grupos empresariales constituyen la forma predominante de negocios en América Latina. Estos grupos suelen estar controlados por un accionista dominante o un grupo de accionistas mayoritarios. Una de las características distintivas de este tipo de estructuras de control corporativo es la presencia generalizada de conglomerados industriales, financieros y mixtos, cuyo diseño permite reforzar el control mediante la separación entre los derechos de voto y los derechos sobre los flujos de efectivo (Lefort, 2005; OCDE, 2015).

Aunque su presencia varía entre países, en la mayoría de las principales economías de la región, las empresas que cotizan en bolsa y forman parte de un grupo empresarial representan más del 80% de la capitalización bursátil.<sup>25</sup> En México, en 2014, el 98% de las empresas cotizadas en la Bolsa Mexicana de Valores formaban parte de un grupo empresarial. Ese mismo año, en Chile el 55% de los 117 grupos identificados tenía al menos una empresa cotizando en la Bolsa de Valores de Santiago. En Brasil, 64 de las 66 empresas listadas en el índice IBOVESPA eran parte de un grupo económico y, además, se encontraban entre las firmas de mayor tamaño y volumen de negociación en la Bolsa de San Pablo (OECD, 2015).

Según Lefort (2005), un conglomerado es una estructura compleja utilizada por un propietario o grupo de propietarios para gestionar activos diversos, tanto públicos como privados. Para disociar el control de la propiedad, estos grupos recurren a mecanismos tales como estructuras piramidales, acciones de doble clase o participaciones cruzadas.<sup>26</sup> En términos de gobernanza,

---

<sup>25</sup> Esto particularmente para los casos de Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú.

<sup>26</sup> Las pirámides se refieren a estructuras de propiedad en la que una empresa matriz posee una participación mayoritaria en otra empresa, que a su vez controla una empresa de tercer nivel, y así sucesivamente. Por lo tanto,

la mayoría de los directorios han estado tradicionalmente integrados por accionistas controladores, cuya identidad se construye sobre vínculos personales, familiares, comerciales o laborales. Aunque la globalización y la extranjerización han introducido nuevos actores, las familias locales siguen desempeñando un papel central en la propiedad y el control de estas empresas (Lefort, 2005).

A partir de una muestra de 286 empresas grandes en América Latina, Cárdenas, Robles-Rivera y Martínez-Vallejo (2020) evidencian que solo el 2,8% corresponde a propietarios de origen transnacional, siendo en su mayoría corporaciones privadas de origen estadounidense y europeo. En Argentina, Gaggero, Navarro Rocha, Almansi y Gentile (2022) subrayan que la propiedad de las empresas nacionales continúa, en general, concentrada en las familias fundadoras y sus sucesores. Asimismo, hacia 2016, apenas el 33% de las acciones de flotación libre de las empresas argentinas se encontraban en circulación en el mercado de capitales, frente a un promedio regional cercano al 50%.

Por otra parte, quienes poseen participaciones minoritarias son en general inversores institucionales, tanto nacionales como extranjeros (Lefort, 2005). Cárdenas, Robles-Rivera y Martínez-Vallejo (2020) destacan que, en más de la mitad de los casos, los propietarios transnacionales son accionistas minoritarios. Esto implica que no participan activamente en la dirección de las empresas; sin embargo, a través de participaciones estratégicas en múltiples firmas, este tipo de actores contribuye a la conformación de redes transnacionales que facilitan la integración de los mercados regionales y refuerzan la articulación de una clase capitalista con intereses compartidos.

En este contexto, la atención sobre los mecanismos de alineación de incentivos se centra en la posible divergencia entre accionistas mayoritarios y minoritarios. Puede ocurrir que el accionista o la empresa controladora tome decisiones en beneficio del grupo económico, afectando los intereses de los accionistas minoritarios. Además, en estructuras de propiedad

---

el socio mayoritario controla toda la pirámide, pero con un porcentaje de participación efectiva que se va reduciendo a medida que se asciende en la estructura (Sáez Lacave, 2011).

En cuanto a las participaciones cruzadas, las empresas se hallan vinculadas a través de tenencias de acciones cruzadas horizontalmente, de manera que el poder de control se distribuye entre todo el grupo y no únicamente en manos de una sola empresa o accionista (Henaó Beltrán, 2023).

Por su parte, las acciones de doble clase constituyen un mecanismo por el cual se otorgan distintos derechos de voto a distintos tipos de acciones. En general, la clase con mayor cantidad de votos por acción queda en manos de los accionistas controladores, mientras que aquellas con menores votos son las que se ofrecen en el mercado de valores.

más complejas, existe un entorno más propicio para la realización de transacciones entre partes relacionadas, las cuales pueden favorecer desproporcionadamente a ciertos accionistas o empresas dentro del grupo (OECD, 2015).

Estos conflictos se explican, en parte, por la escasa protección institucional que existe en la región de los accionistas minoritarios. Según Castillo (2002), cuando los derechos de propiedad se hallan débilmente institucionalizados, los controladores tienen mayores incentivos para desviar recursos en beneficio propio, elevando los costos de supervisión para los accionistas minoritarios. En esta línea, Santiago Castro, Brown y Báez-Díaz (2009) observan que, a comienzos de los años 2000, las prácticas de buen gobierno orientadas a proteger a los accionistas minoritarios eran mínimas en países como Brasil, Chile y México, afectando negativamente sus incentivos a invertir.

Por su parte, Briano Turrent y Saavedra García (2015) encuentran que, entre 2004 y 2010, en las principales empresas listadas en Argentina, Brasil, Chile y México, la concentración de la propiedad disminuía la transparencia en la gestión, debido a la utilización de canales informales de circulación de la información. En este contexto, las empresas de propiedad familiar tienden a divulgar más información que las no familiares, en la medida en que internalizan los costos de la no divulgación.

Frente a ello, se han formulado diversas recomendaciones orientadas a minimizar los costos de agencia, tales como garantizar derechos preferentes para los accionistas minoritarios, implementar mecanismos de señalización -como por ejemplo niveles elevados de deuda-, o cotizar en mercados con regulaciones más estrictas en materia gobierno corporativo (OECD, 2015).<sup>27</sup>

Más allá de las particularidades sobre la estructura de propiedad, las corporaciones latinoamericanas no han quedado exentas de los problemas de agencia entre los accionistas y

---

<sup>27</sup> Instituciones como la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE), la Federación Internacional de Contadores y la Corporación Financiera Internacional han desempeñado un papel activo en la promoción y difusión de los principios rectores del buen gobierno corporativo (Briano Turrent y Saavedra García, 2015).

la dirección.<sup>28</sup> El enfoque más tradicional sin embargo sostiene que en contextos de alta concentración accionaria los principales cuentan con capacidad suficiente para monitorear a la gerencia, lo cual reduce significativamente los problemas de agencia (Castrillo y San Martín, 2007; Cheng, 2014; Cueto, 2008; Watkins Fassler, 2013;). Asimismo, Villalonga y otros (2015) concluyen que la supervisión es más efectiva cuando los accionistas son familias o individuos, en la medida en que su patrimonio personal se halla directamente comprometido.

En este sentido, Gallego y Larrain (2012) encuentran que los ingresos de los CEOs profesionales en empresas familiares de Argentina, Brasil y Chile son alrededor de un 30% mayor que otras compañías, aun cuando ellos no pertenecen al grupo familiar. Estas diferencias se explican, principalmente, por el grado de involucramiento de los herederos en la gestión, quienes ejercen un control más riguroso, limitando los comportamientos oportunistas de los ejecutivos.

Por su parte, Naysinger Machado, Bernardi Souza, Toshiro Nakamura, Silva Mendes y dos Santos (2024) analizan los efectos de la divulgación de la compensación ejecutiva sobre los problemas de agencia en países con escasa protección legal, como Argentina y Brasil. Sus resultados muestran que la divulgación obligatoria limita la manipulación contable y reduce el exceso de liquidez, que de otro modo sería utilizado por la gerencia en función de sus propios intereses.

De esta manera, distintos trabajos muestran que las estructuras de propiedad en América Latina -caracterizadas por altos niveles de concentración y una fuerte influencia familiar-, presentan problemas de agencia tanto entre accionistas mayoritarios y minoritarios como entre los controladores y la gerencia. En este último caso, los mecanismos compensatorios no replican necesariamente los modelos de estructuras de propiedad dispersa, sino que responden a dinámicas específicas de control, supervisión y alineación de incentivos propias del contexto regional. Si bien la remuneración de la alta dirección también constituye un instrumento para sostener incentivos, su configuración refleja, en gran medida, la reducción de beneficios privados oportunistas derivada de un mayor grado de control sobre la gestión.

---

<sup>28</sup> Villalonga, Amit, Trujillo y Guzmán (2015) diferencian dos tipos de conflictos de agencia: el que surge entre accionistas y gerentes (Problema de Agencia I) y aquel que se manifiesta entre accionistas controladores y no controladores (Problema de Agencia II).

## 2.6 La firma y las finanzas

El argumento hasta aquí desarrollado, según el cual los directivos deben ser incentivados a actuar en interés de los accionistas, tiene su correlato a nivel meso y macroeconómico. Desde la perspectiva neoclásica, esta lógica se apoya en la importancia de los mercados financieros como agentes disciplinadores: su desarrollo y tamaño permiten monitorear el desempeño corporativo y asegurar una asignación eficiente del capital. En este marco, la realización de beneficios financieros aparece como condición para la eficiencia económica.

Desde la óptica postkeynesiana, en cambio, la presencia de incertidumbre fundamental supone objetivos distintos a la firma vinculados al dominio sobre su entorno, siendo la maximización de beneficios uno de los múltiples instrumentos para alcanzarlos. En este marco, y en articulación con la teoría del principal-agente, el desarrollo de un mercado de control corporativo ha configurado alianzas y estructuras de poder que han desplazado el foco de la acumulación hacia propósitos predominantemente financieros. Esto ha tenido como correlato una reorientación de la distribución interna del ingreso en favor de los niveles más altos de la estructura corporativa.

### 2.6.1 La teoría dominante

La teoría dominante sostiene que la liberalización financiera, promovida por la desregulación y la libre determinación de precios, emerge como condición necesaria para lograr una mayor eficiencia en la asignación de capital. McKinnon (1973) y Shaw (1973) introdujeron el concepto de *represión financiera* para hacer referencia a las distorsiones generadas por los controles sobre las tasas de interés y las restricciones al crédito en el período de posguerra. Desde su enfoque, permitir que las tasas se definan por el juego de la oferta y la demanda estimula tanto el ahorro como la inversión, promoviendo así un crecimiento económico sostenido mediante una asignación más eficiente de los recursos (De Gregorio y Guidotti, 1995; King y Levine, 1993; Levine, Loayza y Beck, 2000; Love, 2003; Love y Zicchino, 2003; Beck y Levine, 2004).

Tras la Crisis Financiera Global surgieron posturas más críticas dentro de esta corriente. El concepto ‘Too Much Finance’ propuesto por Arcand, Berkes y Panizza (2012) plantea que existe un umbral a partir del cual una mayor profundidad financiera puede tener efectos

negativos sobre el crecimiento económico. En esta línea, Cecchetti y Kharroubi (2015) argumentan que una expansión acelerada del sector financiero puede ralentizar el crecimiento de la productividad total de los factores, en la medida en que el crédito tiende a dirigirse hacia los sectores menos productivos. Por su parte, Sahay y otros (2015) encuentran que uno de los factores detrás de las crisis económicas ha sido la asignación ineficiente del crédito en contextos de expansión financiera excesiva. En este sentido, destacan la importancia de las reformas regulatorias internacionales implementadas tras la crisis.

Asimismo, la relación entre la superestructura financiera y la estructura productiva, tal como plantean McKinnon (1973) y Shaw (1973), sostiene que mercados e instituciones financieras sólidos conducen a mayores tasas de retorno sobre el capital, lo que en última instancia se traduce en mayores niveles de ingreso (Greenwood y Jovanovic, 1989). A su vez, esto promueve la democratización en el acceso a bienes y servicios financieros, principalmente para los sectores más vulnerables, mediante, por ejemplo, el acceso a préstamos a tasas competitivas o cuentas bancarias que resguarden sus ahorros (Barajas, Cihák y Sahay, 2017). Algunas de estas premisas también fueron cuestionadas tras la crisis financiera global de 2008, en un contexto de creciente preocupación por los niveles de desigualdad y sus determinantes, particularmente en relación con los efectos regresivos de una liberalización financiera desmedida sobre la distribución del ingreso (Baiardi y Morana, 2018; Furceri y Loungani, 2015).

El desarrollo financiero, desde este enfoque, garantiza además el buen desempeño corporativo, al actuar no solo como canal de provisión de capital, sino también como mecanismo de monitoreo. En este sentido, la supervisión por parte de accionistas y acreedores asegura la eficiencia en la asignación de recursos, atrayendo fondos hacia proyectos productivos. Asimismo, el proceso de monitoreo es considerado fundamental no solo para reducir el ‘parasitismo de la gerencia’ (Levine, 2004), sino también para corregir ineficiencias en la asignación de capital y en la gestión de riesgos (Bencivenga y Smith, 1993; Diamond, 1984), así como para facilitar la atracción de flujos internacionales de capital (Boyd y Smith, 1992).

### ***2.6.2 La teoría postkeynesiana***

A diferencia de la teoría neoclásica, en la que los agentes operan bajo escenarios de riesgo, la teoría postkeynesiana parte de la premisa de que la economía real se halla determinada por

una incertidumbre fundamental e irreductible. Mientras que el riesgo se refiere a decisiones cuyos posibles resultados son conocidos y pueden asociarse a probabilidades matemáticas (Lavoie, 2014), la incertidumbre radical -en términos de Keynes- alude a situaciones únicas e irrepetibles que carecen de bases suficientes para realizar cálculos probabilísticos confiables (Knight, 1921; Keynes, 1965). Por lo tanto, desde la perspectiva postkeynesiana, los escenarios de riesgo e incertidumbre pertenecen a contextos distintos, que implican lógicas de comportamiento diferentes. Así, mientras los escenarios de riesgo guían las expectativas de producción y consumo a corto plazo, la incertidumbre rige las expectativas de inversión a largo plazo (Fontana y Gerrard, 2004).

En un mundo sin incertidumbre, según Lavoie, (1992), ‘(...) *la noción de poder se disuelve [y las] (...) firmas siempre tienen acceso a todo el capital financiero que necesitan, siempre que su proyecto de inversión se espere que sea rentable. La fuente de financiación es irrelevante*’ (Lavoie 1992, p. 100, traducción propia). En cambio, en un contexto de incertidumbre radical, la imposibilidad de estimar probabilidades de manera objetiva hace que el acceso al financiamiento dependa tanto de los resultados pasados como de las expectativas sobre el desempeño futuro, lo que introduce sesgos en la asignación del crédito. Las instituciones financieras, de esta manera, tienden a privilegiar a firmas con historiales de resultados financieros sólidos, reforzando mecanismos de exclusión en el acceso al financiamiento (Lavoie, 1992).

Asimismo, en un mundo incierto, la ausencia de conocimiento acerca del futuro conduce a que el control para mitigar eventos no deseados se convierta en una condición necesaria para la supervivencia de la firma a largo plazo. Así, su principal objetivo es ejercer poder sobre el entorno económico, político o social, utilizando como medio la maximización del crecimiento, con el fin de crear las condiciones que le permitan alcanzar sus objetivos existenciales a largo plazo (Lavoie, 1992). A diferencia de la teoría neoclásica, -donde las empresas son tomadoras de precios-, la firma postkeynesiana fija precios aplicando un margen de ganancia sobre los costos de producción.<sup>29</sup> Esto genera fondos internos que actúan como un *buffer* frente a la incertidumbre e influye, junto con las expectativas de demanda, sobre las decisiones de inversión.

---

<sup>29</sup> Esto será tratado con más detalle en el capítulo tres.

Más allá de las estrategias desplegadas para garantizar la supervivencia, el análisis postkeynesiano del poder empresarial incorpora otras dimensiones institucionales importantes. En *Foundations of Post-Keynesian Economic Analysis*, Lavoie (1992) desestima la importancia del vínculo entre la propiedad y el control operativo, al sostener que los accionistas desempeñan un papel relativamente pasivo. Esto se debe, según el autor, a la desconexión entre la necesidad de los accionistas de acceder rápidamente a la información y la lentitud del aparato burocrático encargado de recopilarla, lo que en última instancia termina por limitar su capacidad de decisión.

Sin embargo, trabajos más recientes han colocado a esta cuestión en el centro del debate, considerándolo un aspecto clave del proceso de financierización. Uno de los trabajos pioneros en esta línea es el de Stockhammer (2004), quien incorpora al análisis postkeynesiano de la firma aspectos de gobernanza corporativa y problemas de agencia entre accionistas y gerentes. Según Stockhammer, el establecimiento de un mercado de control corporativo ha actuado como mecanismo de transferencia de poder hacia los accionistas, reorientando las prioridades y objetivos de la gestión empresarial.

Inspirado por Stockhammer, Dallery (2009) distingue dos escenarios extremos de conflicto de poder entre accionistas y gerentes. En el primero, al que denomina modelo ‘gerencialista’, los accionistas no ejercen una influencia activa; en cambio, en el modelo ‘accionarial’, los propietarios ejercen un control activo sobre las decisiones. Dallery sostiene que este último ha llegado a predominar en los enfoques contemporáneos de gobernanza, promoviendo una conducta corporativa cada vez más orientada a la maximización del valor para el accionista, sin atender necesariamente a objetivos de crecimiento o estabilidad de largo plazo.

Este cambio de paradigma hacia el ‘valor accionarial’ constituye un elemento central del proceso de financierización de la firma. Dicho fenómeno, que convierte la maximización del valor financiero en el objetivo primordial, ha transformado profundamente las estrategias corporativas, afectando tanto sus decisiones operativas como financieras. Este tema se abordará en mayor profundidad en la siguiente sección, dedicada a la financierización de las corporaciones no financieras.

## **2.7 Financierización en las corporaciones no financieras**

La literatura sobre financierización corporativa constituye una crítica sustantiva al fortalecimiento de los derechos de los accionistas y al creciente poder de los intermediarios financieros a escala global, así como al nuevo andamiaje de decisiones estratégicas que emerge de estas transformaciones. Dicho entramado constituye un factor determinante en la forma en la que se distribuye la riqueza generada por las empresas (Brou y otros 2021), las cuales se ven cada vez más presionadas a priorizar las ganancias de corto plazo para los accionistas por sobre los beneficios destinados a los trabajadores asalariados.

Stockhammer (2004) sostiene que las mayores oportunidades de inversión y la posibilidad de obtener ganancias rápidas en los mercados financieros crean incentivos para el desvío de fondos hacia actividades financieras. Esto provoca una dependencia cada vez más mayor de los ingresos financieros en relación con los beneficios obtenidos de la actividad productiva original.

Esta idea es respaldada por Krippner (2005), quien identifica un cambio en el patrón de acumulación de beneficios de las firmas no financieras, sustentado cada vez más en la obtención de ganancias a través de canales financieros. Con datos agregados de Estados Unidos entre 1950 y 2001, la autora muestra que los ingresos por intereses, dividendos y ganancias de capital aumentaron aproximadamente cinco veces en relación al flujo de caja operativo. Dicho resultado, sostiene Krippner (2005), permite interpretar a la gobernanza corporativa como un reflejo de las normas y presiones impuestas por los mercados financieros (Krippner, 2005).

Esto se refleja, además, en la creciente acumulación de activos financieros por parte de las firmas no financieras, tal como identifica Orhangazi (2008). En su análisis para Estados Unidos entre 1952 y 2003, el autor muestra que el aumento de las inversiones financieras y de los ingresos financieros que de ellas se derivan estuvo acompañado por una caída sostenida de la inversión productiva, poniendo de manifiesto el papel de la tenencia de activos financieros como mecanismo central del proceso de financierización.

Otra expresión de este fenómeno es la creciente transferencia de beneficios hacia los mercados financieros, principalmente a través del pago de dividendos, intereses y la recompra de

acciones (Orhangazi, 2008). Según van der Zwan (2014), estos pagos están estrechamente ligados a la ‘primacía del valor para el accionista’, en la medida en que la compensación gerencial basada en opciones ha incentivado a los altos directivos a mantener elevado el precio de las acciones a corto plazo. Esto, a su vez, ha intensificado la presión por el pago de intereses, debido al aumento en los niveles de apalancamiento de las empresas. Lazonick y O’Sullivan (2000) ya advertían sobre esta tendencia a comienzos de siglo, al señalar que ‘(...) *las recompras de acciones se han convertido ahora en una característica sistemática de la forma en que se asignan los ingresos, y son sumamente importantes en términos de la cantidad de dinero involucrada*’ (Lazonick y O’Sullivan, p.23, 2000).

De esta manera, el enfoque tradicional empresarial, basado en la retención de utilidades y la reinversión en capital físico y humano, ha sido gradualmente sustituido por la premisa de reducir el tamaño de la fuerza laboral, afectando tanto el empleo como los salarios, con el objetivo de maximizar el retorno sobre el capital. Paralelamente, la creencia en la ‘versatilidad’ de los buenos directivos, -sustentada en el sólido desempeño de las grandes corporaciones en el período posterior a la Segunda Guerra Mundial-, mostró sus limitaciones frente a los magros resultados económicos de la década siguiente (Lazonick y O’Sullivan, 2000).

En este contexto, en lugar de desarrollar nuevas estrategias para ‘retener y reinvertir’ y retomar el sendero competitivo, las altas esferas directivas optaron por alinearse con el sector financiero, consolidando el enfoque de valor para el accionista como principio rector de la gobernanza corporativa (Lazonick y O’Sullivan, 2000). Bajo esta lógica, las empresas se ven presionadas a alcanzar niveles de rentabilidad superiores al promedio del mercado financiero, lo cual desencadena una serie de mecanismos que restringen sus horizontes al corto plazo, impulsándolas a priorizar la obtención de ganancias inmediatas para evitar posibles sanciones del mercado (Petit, 2006).

Más recientemente, ha emergido una literatura crítica que destaca un conjunto de cambios estructurales relevantes vinculados a la internacionalización de la producción, los cuales han ocurrido de forma simultánea al proceso de financierización y que, en conjunto, podrían matizar los efectos de este fenómeno sobre la actividad productiva. Rabinovich (2019) sostiene que los ingresos financieros derivados de la tenencia de activos podrían estar siendo subestimados en los estudios sobre financierización, en la medida en que ciertos bienes intangibles -en particular el *goodwill*- se contabilizan como activos financieros, aunque en

realidad reflejan actividades de creación de valor agregado o procesos de fusiones y adquisiciones. Dicha idea es reforzada por Liagouras (2023) en un trabajo más reciente.

En una línea semejante, Fieber (2016) enfatiza la necesidad de incorporar las transformaciones productivas en el análisis. Según el autor, la amplia expansión de filiales extranjeras con mayoría accionaria desde mediados de los años noventa sugiere que los directivos de las corporaciones no financieras -en particular las estadounidenses-, no han abandonado los objetivos de crecimiento de largo plazo. Más bien, sugiere el autor, con el fortalecimiento del poder corporativo en manos de la alta dirección, en lugar de ‘reducir y distribuir’, estos han utilizado su influencia para trasladar operaciones al ámbito internacional y así ampliar su presencia en mercados extranjeros. No obstante, Fieber reconoce que el incremento del poder de los CEOs ha ido acompañado de un régimen de remuneración particularmente favorable para la alta dirección, financiado en gran medida a expensas de la ‘clase trabajadora común’.

### ***2.7.1 La financierización y la desigualdad de remuneraciones en las firmas no financieras***

La empresa no es una entidad fija e inmutable; por el contrario, su naturaleza y funcionamiento pueden variar en función de los acuerdos institucionales y de las estructuras sociales que la configuran. Estas estructuras comprenden no sólo la gestión y la propiedad, sino también las posiciones relativas de poder del resto de los empleados (Stockhammer, 2006).

La adopción de opciones sobre acciones como instrumento de alineación de incentivos supuso no sólo cambios en la remuneración de los altos ejecutivos, también contribuyó al incremento de la desigualdad en la distribución del ingreso (Piketty y Saez, 2006). Tal como sostienen Brou, Chatterjee, Coakley, Girardone y Wood (2021), *‘la empresa es una parte esencial del proceso de creación y distribución de riqueza e ingresos y, por lo tanto, desempeña un papel central en la mitigación o exacerbación de la desigualdad’* (Brou et al 2021. p. 2-3, traducción propia).

Según Brou y otros (2021), la gobernanza corporativa adquiere un rol esencial en la construcción de desigualdad en la medida en que ésta *‘limita, influye y da forma a los objetivos y las acciones que toman las empresas’* decidiendo *‘cómo se organizan, qué productos comercializan, de qué manera producirlos y cuál será el precio de los bienes’*, determinando de esta manera *‘qué miembros de la sociedad reciben un ingreso, cuánto obtiene cada uno y*

*cuán volátil puede ser ese ingreso*' (Brou et al 2021, p. 4, traducción propia). Así, tanto en su comportamiento como en sus decisiones, la empresa no solo moldea, sino que también es moldeada por factores internos y externos.

Al examinar las prácticas de gobernanza interna, (Brou et al 2021) señalan que el exceso desmedido en la compensación ejecutiva, -explicado por la falta y poca transparencia de los controles internos y los desequilibrios de poder-, se complementa con la reducción de los costos laborales, especialmente en los escalafones más bajos, lo cual amplía la dispersión salarial. Según los autores, esto se ve alimentado por la popularización de la compensación basada en el desempeño, cada vez más frecuente en los niveles más bajos de la organización.

En esta línea, Lemieux, MacLeod y Parent (2007) muestran que una proporción creciente de empleos en el mercado laboral estadounidense incorpora esquemas de remuneración basados en el desempeño, en los cuales la compensación se vincula más estrechamente a las características productivas -observables y no observables- de los trabajadores. En la medida en que este tipo de remuneración refleja con mayor precisión el rendimiento individual, introduce una mayor dispersión en los ingresos, contribuyendo así al aumento de la desigualdad salarial. De hecho, los autores estiman que, durante las últimas décadas del siglo XX, la expansión de estos esquemas explica una parte significativa del incremento en la varianza de los salarios, principalmente en los tramos superiores de la distribución.

La lógica cortoplacista que impone la financierización propicia además condiciones laborales precarias (Crotty, 2003). La creciente orientación hacia actividades financieras conduce a una reasignación de recursos desde el trabajo y la producción hacia las unidades y los mercados financieros, disminuyendo el potencial de crecimiento y la estabilidad del negocio principal. Además, los ingresos financieros son nominalmente externos e independientes de la fuerza laboral productiva, lo cual fortalece el poder de negociación de los propietarios y de los trabajadores de élite que están más conectados con las decisiones financieras, en detrimento del resto de los trabajadores (Lin y Tomaskovic-Devey, 2013; Palley, 2007).

El impulso mismo para la generación de ingresos financieros no solo incrementa las compensaciones de los CEOs y otros altos ejecutivos, sino también las de los empleados gerenciales y aquellos que trabajan en el sector financiero de la empresa, quienes se benefician de un mayor poder de negociación relativo. Esta asimetría refuerza la disparidad salarial dentro

de las firmas (Lin y Tomaskovic-Devey, 2013). Al mismo tiempo, el incremento de la inversión en activos financieros provoca el desplazamiento de recursos disponibles destinados a la fuerza laboral, mientras que la presión constante para cumplir con el pago de intereses y dividendos ejerce una presión a la baja de los salarios (Lin, 2016).

De igual modo, las estructuras sociales que configuran a la empresa trascienden su ámbito interno y se ven influidas por factores externos más amplios que inciden en la distribución del ingreso. Lin y Tomaskovic-Devey (2013) argumentan que, en el caso de la sociedad estadounidense, se ha producido una creciente valorización cultural de las inversiones financieras, en un contexto de retracción progresiva del Estado como garante de derechos laborales. Por su parte, Palley (2007) sostiene que la realineación de los intereses corporativos se ha visto facilitada por el debilitamiento del poder sindical, el cual históricamente había actuado como un contrapeso a los intereses financieros de los directivos.

En este sentido, Huber, Petrova y Stephens (2022) argumentan que, en principio, un sector financiero más fuerte no necesariamente conduce a una mayor desigualdad, sino que su impacto depende, en gran medida, del contexto institucional. De esta manera, si bien una gobernanza corporativa orientada al valor para los accionistas puede provocar un crecimiento desproporcionado de los ingresos en el extremo superior de la distribución, la solidez de las instituciones laborales incide en cómo los beneficios de la financierización se trasladan hacia los accionistas y la alta dirección. En este sentido, las instituciones laborales no solo inciden sobre la distribución primaria del ingreso, sino que también condicionan la forma en que las dinámicas financieras se traducen en resultados distributivos.

## 2.8 A modo de síntesis

La firma fue concebida inicialmente por la teoría neoclásica tradicional como una ‘caja negra’ que operaba de manera automática en función de las condiciones de mercado. Sin embargo, al interior de la propia corriente dominante, distintas críticas al modelo de competencia perfecta dieron lugar a una progresiva complejización conceptual de la empresa, a partir de la incorporación de elementos institucionales, conductuales y organizacionales. Estas contribuciones permitieron desarrollar una visión más realista y matizada de la firma, entendida tanto como agente económico como institución social.

A partir de las limitaciones del marginalismo clásico para explicar el funcionamiento interno de la firma, la teoría de la agencia consolidó la noción de la empresa como un ‘nexo de contratos’. Esta perspectiva ha tenido una influencia significativa en el diseño de las políticas corporativas y en la configuración de los sistemas de incentivos gerenciales. En particular, la idea de que los directivos deben actuar en función de los intereses de los accionistas condujo a la adopción de un conjunto de mecanismos de compensación vinculados al desempeño.

En economías desarrolladas, donde la propiedad tiende a estar más atomizada, los problemas de agencia se centran en la relación entre accionistas y directivos. En cambio, en América Latina, donde predominan estructuras de propiedad concentrada y mercados de capital menos desarrollados, si bien el foco ha estado puesto en la relación entre accionistas mayoritarios y minoritarios, la evidencia indica la existencia también de conflicto de interés entre accionistas y directivos. En este contexto, los mecanismos de alineación de incentivos no replican necesariamente los modelos propios de estructuras de propiedad dispersa, en los cuales predominan las opciones sobre acciones; por el contrario, en la región predominan bonos e incentivos vinculados a la rentabilidad.

Desde una perspectiva crítica, la teoría postkeynesiana ha cuestionado el fortalecimiento de los derechos de los accionistas y al creciente poder de los intermediarios financieros a escala global. Dicha crítica, articulada en torno al concepto de *financierización*, sostiene que la subordinación de las decisiones empresariales a objetivos financieros ha desplazado la centralidad de la actividad productiva, con implicancias significativas en la distribución del ingreso.

La creciente centralidad de los ingresos y pagos financieros no sólo ha impulsado el aumento de las compensaciones de los CEOs y altos ejecutivos, sino que también ha ampliado de manera significativa la brecha de ingresos con el resto de los trabajadores, a través de mecanismos institucionales y relaciones de poder que reconfiguran la distribución interna del ingreso. En este contexto, el capítulo siguiente examina empíricamente, a partir de un estudio cuantitativo, los efectos de la financierización sobre los salarios y la remuneración de los altos directivos mediante la estimación de cuatro modelos. Los dos primeros, normalizados por el capital productivo, capturan dimensiones más tradicionales de la financierización, mientras que los modelos basados en el total de activos incorporan la dinámica del endeudamiento, permitiendo distinguir entre ambos canales en su impacto sobre la distribución del ingreso.

## Bibliografia

- Aharony, J. & Swary, I (1980). Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis. *The Journal of Finance*, 35(1), pp. 1-12
- Alchiahn, A.A. (1965). The Basis of Some Recent Advances in the Theory of Management of the Firm. *The Journal of Industrial Economics*, 14(1), 30-41
- \_\_\_\_\_ (1969). Corporate management and property rights. En H. G. Manne (Ed.), *Economic policy and the regulation of corporate securities* (337-360). Washington D.C: American Enterprise Institute for Public Policy Research.
- Alchian, A.A & Demsetz, H. (1972). Production, Information Costs, and Economic Organization. *The American Economic Review*, 62(5), 777-795
- \_\_\_\_\_ (1973). The Property Right Paradigm. *The Journal of Economic History*, 33(1), 16-27
- Arcand, J-L, Berkes, E. & Panizza, H. (2012). *Too Much Finance?* IMF Working Paper 12/161
- Asquith, P. & Mullins Jr, D.W (1983). The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth. *The Journal of Business*, 56(1), 77-96.
- Baiardi, D. y Morana, C. (2018). Financial development and income distribution inequality in the euro area. *Economic Modelling*, 70, 40-55.
- Barajas A., Cihák, M. & Sahay, R. (2017). *A Broader Reach, Finance & Development*, March 2017. <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2017/03/pdf/barajas.pdf>>
- Bebchuk, L. A., Cohen, A. & Spamann, H. (2010). *The wages of failure: Executive compensation at Bear Stearns and Lehman 2000-2008* (Finance Working Paper No. 287/2010). Harvard Law School, NBER, ECGI, Tel-Aviv University. [http://ssrn.com/abstract\\_id=1513522](http://ssrn.com/abstract_id=1513522)
- Beck, D., Friedl, G., & Schäfer, P. (2020). Executive compensation in Germany. *Journal of Business Economics*, 90, 787-824.
- Beck, T. & Levine, R. (2004). Stock Markets, Banks, and Growth: Panel Evidence. *Journal of Banking and Finance*, 28, 423-442
- Benartzi, S., Michaely, R. & Thaler, R. (1997). Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past? *The Journal of Finance*, 52(3), 1007-1034
- Bencivenga, V. R., Smith, B.D, & Starr, R.M. (1995). Transactions Costs, Technological Choice, and Endogenous Growth. *Journal of Economic Theory*, 67, 53-177.

- Berle, A. y Means, G. (1932). *The Modern Corporation and Private Property*. Nueva York: Macmillan
- Bhagat. S. & Bolton, B. (2014). Financial Crisis and Executive Compensation. *Journal of Corporate Finance*, 25, 313–341
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259-270
- Booth, R. A. (2009). *Why stock options are the best form of executive compensation (and how to make them even better)*. SSRN. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1471989>
- Boyd, J. H.& Smith, B.D. (1992). Intermediation and the Equilibrium Allocation of Investment Capital: Implications for Economic Development. *Journal of Monetary Economics*, 30, 409-432.
- Briano Turrent, G. del C., & Saavedra García, M. L. (2015). La composición del consejo de administración y la estructura accionaria como factores explicativos de la transparencia en el gobierno corporativo en Latinoamérica: evidencia en empresas cotizadas de Argentina, Brasil, Chile y México. *Estudios Gerenciales*, 31, 275–286
- Brook, Y., Charlton Jr, W.T., & Hendershott, R.J. (1998). Do Firms Use Dividends to Signal Large Future Cash Flow Increases? *Financial Management*, 27(3), 46-57
- Brou, D., Chatterjee, A., Coakley, J., Girardone, C., & Wood, G. (2021). Corporate governance and wealth and income inequality. *Corporate Governance*, 29(6), 612-629.
- Bussin, M., & Modau, M.F. (2015). The relationship between Chief Executive Officer remuneration and financial performance in South Africa between 2006 and 2012. *SA Journal of Human Resource Management*, 13(1), 1-18
- Cárdenas, J., Robles-Rivera, F. & Martínez-Vallejo, D. (2020). Los dueños de América Latina - The owners of Latin America. *Revista CIDOB d'Afers Internacionals*, 126, 17–40
- Castillo, R. A. (2002). La Protección de los Derechos de Propiedad y la Elección de la Estructura de la Propiedad Corporativa. *El Trimestre Económico*, 69(273), 37-63.
- Castrillo, L. & San Martín, J. (2007). La propiedad familiar como mecanismo de gobierno disciplinador de la dirección en las empresas mexicanas, una evidencia empírica. *Contaduría y Administración*, 222, 59-82.
- Cecchetti, S.G, & Kharroubi, E. (2015). *Why does financial sector growth crowd out real economic growth?* BIS Working Papers No. 490
- Chandler, Jr., A.D. (1962). *Strategy and Structure: Chapters in the History of the American Industrial Enterprise*. Cambridge, MA: The M.I.T Press

- \_\_\_\_\_ (1977). *The Visible Hand. The Managerial Revolution in American Business*. Cambridge, MA: Harvard University Press
- Cheng, Q. (2014). Family firm research – A review. *China Journal of Accounting Research*, 7, 149-163.
- Cheung, S.N.S. (1983). The Contractual Nature of the Firm. *The Journal of Law & Economics*, 26(1), 1-21
- Coase, R.H. (1937). *The Nature of the firm. Economica, New Series*, 4(16), 386-405.
- \_\_\_\_\_ (1959). The Federal Communications Commission. *Journal of Law and Economics*, 2, 1–40
- \_\_\_\_\_ (1960). The Problem of Social Cost. *Journal of Law and Economics*, 3, 1–44.
- Coffee, J. C. Jr. (2011). Systemic risk after Dodd-Frank: Contingent capital and the need for regulatory strategies beyond oversight. *Columbia Law Review*, 111(5), 795-847. [https://scholarship.law.columbia.edu/faculty\\_scholarship/35](https://scholarship.law.columbia.edu/faculty_scholarship/35)
- Conyon, M., Fernández, N., Ferreira, M. A., & Matos, P. (2013). Executive remuneration and employee performance-related pay: A transatlantic perspective. En T. Boeri & K. J. Murphy (Eds.), *The executive compensation controversy: A transatlantic analysis* (9-119). Oxford: Oxford University Press.
- Coriat, B., & Weinstein, O. (2011). *Nuevas teorías de la empresa. Una revisión crítica*. Buenos Aires: Lenguaje Claro Editora
- Crotty, M. (2003). *The Foundations of Social Research: Meaning and Perspectives in the Research Process*. London: Sage Publications.
- Cueto, D. (2008). Corporate Governance and Ownership Structure in Emerging Markets: Evidence from Latin America. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1157031>
- Cushen, J. & Thompson, P. (2016). Financialization and value: why labour and the labour process still matter. *Work, employment and society*, 30 (2), 352-365.
- Cyert, R. M. & March, J. G. (1992). *A behavioral theory of the firm* (2nd ed.). Cambridge, MA: Blackwell
- Dallery, T. (2009). Post-Keynesian Theories of the Firm under Financialization. *Review of Radical Political Economics*, 41 (4), 492-515.
- De Gregorio, J. & Guidotti, P. E. (1995). Financial Development and Economic Growth. *World Development*, 23 (3), 433-448.
- Demsetz, H. (1966). Some Aspects of Property Rights. *The Journal of Law and Economics*, 9, 61-70.

- \_\_\_\_\_ (1967). Towards a Theory of Property Rights. *The American Economic Review*, 57(2), 347-359.
- \_\_\_\_\_ (1983). The Structure of Ownership and the Theory of the Firm. *The Journal of Law & Economics*, 26(2), 375-390
- Diamond, D. W. (1984). Financial Intermediation and Delegated Monitoring. *Review of Economic Studies*, 51, 393-414.
- Eggertsson, T. (1990). *Economic behavior and institutions*. Cambridge: Cambridge University Press
- Eisenhardt, K.M (1989). Agency Theory: An Assessment and Review. *The Academy of Management Review*, 14(1), 57-74
- Fama, E.F. (1980). Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307
- Fama, E.F. Jensen, M.C (1983). Separation of Ownership and Control. *The Journal of Law & Economics*, 26(2), 301-325
- Fan, J. P. H., Wei, K. C. J., & Xu, X. (2008). Corporate finance and governance in emerging markets: A selective review and an agenda for future research. *Journal of Corporate Finance*, 14(3), 200-216
- Fiebiger, B. (2016). Rethinking the Financialisation of Non-Financial Corporations: A Reappraisal of US Empirical Data. *Review of Political Economy*, 28(3), 354– 379
- Fontana, G. & B. Gerrard (2004). A Post Keynesian theory of decision making under uncertainty. *Journal of Economic Psychology*, 25(5), 619-637
- Furceri, D. & P. Loungani (2015). Capital account liberalization and inequality. IMF Working Papers, N° 15/243
- Furubotn, E.G & Pejovich, S. (1972). Property Rights and Economic Theory: A Survey of Recent Literature. *Journal of Economic Literature*, 10(4), 1137-1162
- Gabaix, X., Landier, A., & Sauvagnat, J. (2013). *CEO pay and firm size: An update after the crisis* (Working Paper No. 19078). National Bureau of Economic Research. <http://www.nber.org/papers/w19078>
- Gaggero, A, Navarro Rocha, L. Almansi, B. & Gentile, J. (2022) ¿Financiarización de la élite empresarial? Un Análisis A Partir de la Composición, Propiedad y Directores de la Cúpula Empresarial Argentina. *América Latina Hoy*, 92, 1-19. <https://doi.org/10.14201/alh.28041>
- Gallego, F. & Larrain, B. (2012). CEO compensation and large shareholders: Evidence from emerging markets. *Journal of Comparative Economics*, 40, 621-642

- Gandlgruber Bauer, B. (2004). Abrir la caja negra: teorías de la empresa en la economía institucional. *Analisis Economico*, 19(2), 19-58.
- García Ruiz, J.L. (1994). Historia económica de la empresa moderna. Madrid: Istmo
- Göx, R. (2016). *Say on pay, governance quality, and shareholder pressure* (Working paper). Zurich.
- Greenwood, J. & Jovanovic, B. (1989). *Financial Development, Growth, and the Distribution of Income*, NBER Working Paper 3189
- Grossman, S.J. & Hart, O.D. (1980). Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation. *The Bell Journal of Economics*, 11(1), 42-64
- Hall, B. J., & Murphy, K. J. (2003). *The Trouble with Stock Options* (NBER Working Paper No. 9784). National Bureau of Economic Research. [The Trouble with Stock Options | NBER](#)
- Henaó Beltrán, L. F. (2023). Las acciones de voto múltiple en la sociedad por acciones simplificada cotizada. *Revist@ E-Mercatoria*, 22(2), 311-334.
- Holderness, C.G & Sheehan, D.P. (1985). Raiders or saviors? The evidence on six controversial investors. *Journal of Financial Economics*, 14(4), 555
- Holmström, B. & Tirole, J. (1993). Market Liquidity and Performance Monitoring. *Journal of Political Economy*, 101(4), 678-709
- Huber, E., Petrova, B., & Stephens, J. (2020). Financialization, labor market institutions and inequality. *Review of International Political Economy*, 29, 425 - 452.
- Icahn, C. (1988). Icahn on Icahn. *Fortune*, 29, 54-58
- Jensen, M.C & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jensen, M.C. (1983). Organization Theory and Methodology. *The Accounting Review*, 58(2), 319-339
- Kaldor, Nicholas. (1934). A Classificatory Note on the Determinateness of Equilibrium. *The Review of Economic Studies*, 1(2), 122-136
- Keynes, J. (1965), Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero, Ciudad de México, Fondo de Cultura Económica.
- Kim, J. & Mahoney, J.T. (2005). Property Rights Theory, Transaction Costs Theory, and Agency Theory: An Organizational Economics Approach to Strategic Management. *Managerial and Decision Economics*, 26, 223–242
- Kim, S. & Ng, J (2018). Executive Bonus Contract Characteristics and Share Repurchases. *The Accounting Review*, 93(1), 289-316

- King, R. y Levine, R. (1993). Finance and Growth: Schumpeter might be right. *Quarterly Journal of Economics*, 108, 717–738.
- Knight, F. (1921), *Risk, Uncertainty and Profit*. Boston/Nueva York: Houghton Mifflin Company
- Krippner, G. R. (2005). The Financialization of the American Economy. *Socio-Economic Review*, 3(2), 173–208.
- Larcker, D. F (1983). The association between performance plan adoption and corporate capital investment. *Journal of Accounting and Economics*, 5, 3-30
- Lavoie, M. (1992). *Foundations of Post-Keynesian Economic Analysis*. Aldershot: Edward Elgar Publishing
- \_\_\_\_\_ (2014). *Post Keynesian Economics: New Foundations*. Aldershot: Edward Elgar Publishing.
- Lazonick, W. & O’Sullivan, M. (2000). Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance. *Economy and Society*, 29(1), 13–35.
- Lefort, F. (2005). Ownership structure and corporate governance in Latin America. *Abante*, 8(1), 55-84.
- Leibenstein, H. (1975). Aspects of the X-Efficiency Theory of the Firm. *The Bell Journal of Economics*, 6(2), 580-606
- \_\_\_\_\_ (1977). Beyond Economic Man: Economics, Politics, and the Population Problem. *Population and Development Review*, 3(3), 183-199
- \_\_\_\_\_ (1982). The Prisoners' Dilemma in the Invisible Hand: An Analysis of Intrafirm Productivity. *The American Economic Review*, 72(2), 92-97
- Lemieux, T., MacLeod, W. B., & Parent, D. (2007). Performance pay and wage inequality (Working Paper No. 13128). *National Bureau of Economic Research*. <https://www.nber.org/papers/w13128>
- Levine, R., Loayza, N. & Beck, T. (2000). Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes. *Journal of Monetary Economics*, 46(1), 31-77
- Levmore, S. (2001). Puzzling Stock Options and Compensation Norms. *University of Pennsylvania Law Review*, 149 (6), 1901-1940
- Levy, P. E., & Williams, J. R. (2004). The Social Context for Performance Appraisal: A Review and Framework for the Future. *Journal of Management*, 30, 881-905.
- Liagouras, G. (2023). Beyond corporate financialization: From global value chains to the conundrum of intangible investments. *Competition and Change*, 27(5), 685– 706.

- Lin, K-H. (2016). The Rise of Finance and Firm Employment Dynamics. *Organization Science*, 27 (4), 972-988.
- Lin, K-H. & Tomaskovic-Devey, D. (2013). Financialization and U.S. Income Inequality, 1970–2008. *American Journal of Sociology*, 118(5), 1284-1329.
- Londoño Correa, D. (2005). Los cambios en el control de mando en las firmas según la teoría de agencia: una hipótesis para explicar el surgimiento del Sindicato Antioqueño. *AD-minister*, 7, julio-diciembre, 46-69
- Love, I. (2003). Financial Development and Financing Constraints: International Evidence from the Structural Investment Model. *The Review of Financial Studies, Society for Financial Studies*, 16(3), 765-791.
- Love, I. & Zicchino, L. (2003). Financial development and dynamic investment behavior: Evidence from panel VAR. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 46 (2), 190-210.
- McKinnon, R. (1973). *Money and Capital in Economic Development*. Washington, D.C.: Brookings Institution.
- Malik, M., & Shim, E. D. (2019). An empirical examination of economic determinants of financial CEO compensation: A comparative study on pre and post financial crisis periods. In L. L. Burney & M. A. Malina (Eds.), *Advances in management accounting* (Vol. XX, pp. XX-XX). Emerald Publishing Limited. <https://books.emeraldinsight.com/page/detail/Advances-in-Management-Accounting/?k=9781789732788>
- March, J.G & Simon, A.S. (1958). *Organizations*. New York: John Wiley & Sons
- McCahery, J. A. & Renneboog, Luc. (2001). Managerial remuneration: the indirect pay-for-performance relation. *Journal of Corporate Law Studies*, 1(Part 2), 317-332.
- Menguzzato Boulard, M. & Peris Bonet, F.J. (2009). Olliver Williamson, Premio Nobel Economía 2009, y su obra. *Revista de Responsabilidad Social de la Empresa*, 3, 169-181.
- Musso Doval, D. (2017). *Compensación ejecutiva: ¿Qué cambió después de la crisis financiera global del 2008?* (Trabajo final de graduación, Maestría en Finanzas, Universidad Torcuato Di Tella). Recuperado de [https://repositorio.utdt.edu/bitstream/handle/20.500.13098/11261/MFIN\\_2021\\_%20SPAGN OLETTA.pdf?sequence=1](https://repositorio.utdt.edu/bitstream/handle/20.500.13098/11261/MFIN_2021_%20SPAGN%20OLETTA.pdf?sequence=1)
- Naysinger Machado, A., Bernardi Souza, P., Nakamura, T., Silva Mendes, M., & dos Santos, F. (2024). Executive compensation disclosure in emerging markets with weak shareholder enforcement: A multilevel analysis. *Global Finance Journal*, 63, 101045. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2024.101045>

- Nicholas, H. (2012). What is the Problem with Neoclassical Price Theory? *World Review of Political Economy*, 3(4), 457-477
- North, D. C. (1981). *Structure and change in economic history*. New York: Norton
- \_\_\_\_\_ (1990). *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*. Cambridge: Cambridge University Press
- OCDE (2015) *Corporate governance of company groups in Latin America*. París: Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos  
<https://doi.org/10.1787/9789264241725-en>.
- Ónday, Ó. (2016). Classical Organization Theory: From Generic Management of Socrates to Bureaucracy of Weber. *International Journal of Business and Management Review*, 4(1), 87-105
- OpenAI. (2025). *ChatGPT* (versión GPT-4o) [Modelo de lenguaje]. <https://chat.openai.com>
- Orhangazi, Ö. (2008). Financialisation and Capital Accumulation in the Non-Financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation on the US Economy: 1973-2003. *Cambridge Journal of Economics*, 32(6), 863-886.
- Oyer, P., & Schaefer, S. (2004). *Why do some firms give stock options to all employees? An empirical examination of alternative theories* (NBER Working Paper No. 10222). National Bureau of Economic Research. <http://www.nber.org/papers/w10222>
- Palley, T. (2007). Financialization: what it is and why it matters. Working paper No. 525, The Levy Economics Institute
- Peetz, D. (2009). An institutional analysis of the growth of executive remuneration. *Journal of Industrial Relations*, 57(5), 707-725.
- Petrin, M. (2015) Executive Compensation in the United Kingdom – Past, Present, and Future. *The Company Lawyer*, 36(7), 196-204.
- Petit, P. (2006). From one managerial capitalism... to another. En Laperche, Galbraith y Uzunidis: *Innovation, Evolution and Economic Change, New Ideas in the Tradition of Galbraith* (p.38-52). New Directions in Modern Economics: Chentelham.
- Pettit, R.R (1972). Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency. *The Journal of Finance* , 27(5), 993-1007
- Piketty, T. & Saez, E. (2001). *Income Inequality in the United States, 1913-1998* (NBER Working Paper No. 8467). National Bureau of Economic Research. <http://www.nber.org/papers/w8467>
- \_\_\_\_\_ (2006). The Evolution of Top Incomes: A Historical and International Perspective. *American Economic Review*, 96(2), 200-205.

- Prendergast, C. & Topel, R.H (1996). Favoritism in Organizations. *Journal of Political Economy*, 104(5), 958-978
- Prendergast, C. (1999). The Provision of Incentives in Firms. *Journal of Economic Literature*, 37(1), 7-63
- Rabinovich, J. (2019). The financialization of the non-financial corporation. A critique to the financial turn of accumulation hypothesis. *Metroeconomica*, 70(4), 738– 775
- Ross, S. A. (1973). The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem. *The American Economic Review*, 63(2), 134-139
- Sáez Lacave, M. I. (2011). *Blindajes, control minoritario y la regla una acción-un voto. InDret: Revista para el Análisis del Derecho*, 1, 2-48.
- Santiago Castro, M., Brown, C.J. & Báez-Díaz, A. (2009). Prácticas de gobierno corporativo en América Latina. *Academia, Revista Latinoamericana de Administración*, 43, 26-40.
- Sahay, R., Čihák, M., N'Diaye, P., Barajas, A., Bi, R., Ayala, D., Gao, Y., Kyobe, A., Nguyen, L., Saborowski, C., Svirydzenka, K. & Yousefi, S.R. (2015). *Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets*, IMF Discussion Note, SDN/15/08
- Shaw, E. (1973): *Financial Deepening in Economic Development*. New York: Oxford University Press.
- Simon, H. A. (1955). A behavioral model of rational choice. *The Quarterly Journal of Economics*, 69(1), 99-118. <https://doi.org/10.2307/1884852>
- \_\_\_\_\_ (1957). *Models of Man, Social and Rational: Mathematical Essays on Rational Human Behavior in Society Setting*. New York: Wiley.
- \_\_\_\_\_ (1959). *Theories of Decision-Making in Economics and Behavioral Science*. *The American Economic Review*, 49(3), 253-283
- \_\_\_\_\_ (1976). From substantive to procedural rationality. In *25 years of economic theory: Retrospect and prospect* (65-86). Boston, MA: Springer US.
- \_\_\_\_\_ (1979). Rational Decision Making in Business Organizations. *The American Economic Review*, 69(4), 493-513
- Sonenshine, R., Larson, N. & Cauvel, M (2016). Determinants of CEO Compensation before and after the Financial Crisis. *Modern Economy*, 7, 1455-1477.
- Stiglitz, J. E. (2009). *The financial crisis of 2007/2008 and its macroeconomic consequences* (Initiative for Policy Dialogue Working Paper Series). Financial Markets Reform.
- Stockhammer, E. (2004). Financialisation and the slowdown of accumulation. *Cambridge Journal of Economics*, 28(5), 719-741.

- van der Zwan (2014). Making Sense of Financialization. *Socio-Economic Review*, 12(1), 99-129.
- Villalonga, B., Amit, R., Trujillo, M-A. & Guzman, A. (2015). *Governance of Family Firms. Annual Review of Financial Economics*, 7, 635-54.
- Walsh, J.P & Kosnik, R.D. (1993). Corporate Raiders and Their Disciplinary Role in the Market for Corporate Control. *The Academy of Management Journal*, 36(4), 671-700
- Watkins Fassler, K. (2013). Efecto de la Ley corporativa y la concentración de la propiedad en el desempeño empresarial en Chile y México. *Ensayos Revista de Economía*, XXXII No.2, 1-22.
- Williamson, O. (1975). *Markets and Hierarchies*. New York: Free Press.
- \_\_\_\_\_ (1985). *The Economic Institutions of Capitalism. Firms, Markets, Relational Contracting*. Free Press.
- \_\_\_\_\_ (2000). The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead. *Journal of Economic Literature*, 38(3), 595-613
- Zeckhauser, R. J., & Pound, J. (1990). Are large shareholders effective monitors? An investigation of share ownership and corporate performance. En *Asymmetric information, corporate finance, and investment* (149–180). University of Chicago Press.
- Zmijewski, M.E. & Hagerman, R.L. (1981). An Income Strategy Approach to the Positive Theory of Accounting Standard Setting/Choice. *Journal of Accounting and Economics*, 3, 129-149.

# **Capítulo 3. Financierización y distribución funcional del ingreso en empresas no financieras en Argentina, Chile y México. Un análisis a nivel firma para el período 2003-2018**

## **3.1 Introducción**

Tal como se analizó en el capítulo I, las economías de América Latina han experimentado profundas transformaciones en su vínculo con los mercados financieros y en sus patrones distributivos a nivel macroeconómico durante los últimos cuarenta años. Las reformas implementadas a partir de los años ochenta, orientadas a la apertura y liberalización de los mercados, fomentaron una mayor integración de las corporaciones no financieras con los mercados financieros.

Estos cambios de paradigma a nivel macroeconómico tuvieron su correlato en el plano microeconómico, tal como se examinó en el capítulo 2, con la consolidación de la Teoría de la Firma como sustento teórico de la alineación de incentivos entre principal y agente, -proceso que en América Latina se dio en el marco de una estructura de propiedad con rasgos específicos de la región-. En este contexto, la creciente integración de las corporaciones no financieras con los mercados financieros sugiere la adopción de mecanismos de financierización que generan implicancias distributivas al interior de la firma. La verificación empírica de dicha hipótesis constituye el eje central de este capítulo.

Este trabajo ofrece una perspectiva original desde varios enfoques. En América Latina, la literatura sobre financierización se ha concentrado predominantemente en sus efectos sobre la inversión productiva. En contraste, el análisis microeconómico de los efectos de la financierización sobre las remuneraciones en las empresas no financieras permanece escasamente explorado. Si bien algunos estudios han abordado esta cuestión en economías avanzadas, su alcance suele limitarse al análisis de la participación salarial, sin profundizar en otras dimensiones de la estructura remunerativa.

La presente investigación, por tanto, introduce una novedad significativa al explorar no solo las implicancias de la financierización en la distribución funcional desde la perspectiva salarial, sino también en la remuneración de los altos directivos. Esta ampliación permite examinar con mayor precisión la dinámica distributiva al interior de las empresas no financieras, en particular la relación entre la compensación de los ejecutivos y la del resto de los trabajadores.

Asimismo, la segunda parte del capítulo retoma el marco analítico desarrollado en el Capítulo I, que vincula el endeudamiento corporativo en los mercados internacionales con la distribución del ingreso a nivel de firma (véase Esquema 1.1). Este enfoque también resulta innovador, ya que la literatura empírica sobre endeudamiento corporativo se ha concentrado principalmente en sus determinantes financieros —como el *carry trade*, la recompra de acciones u otras estrategias no productivas— más que en sus implicancias distributivas.

El capítulo se organiza en cinco apartados, además de esta introducción. El siguiente apartado revisa la evidencia empírica sobre la financierización de la firma en América Latina. La tercera sección presenta la base de datos utilizada y se describen sus principales características. Luego, se analizan los hechos estilizados correspondientes al canal de la financierización tradicional y se discuten los resultados de las estimaciones econométricas. Seguidamente, se examinan las tendencias y los hallazgos asociados al canal del endeudamiento, siguiendo una estructura similar. Finalmente, se exponen las conclusiones generales del capítulo.

### **3.2 Estudios empíricos sobre financierización corporativa en América Latina**

Los estudios sobre financierización en América Latina son menos numerosos y más esporádicos en comparación con los desarrollados para otras regiones (Bárcena, 2018). En términos de actores, la literatura ha prestado mayor atención al creciente involucramiento de los hogares en prácticas financieras que, dada la estructura económica de los países de la región, suelen canalizarse a través de mecanismos informales. Asimismo, se ha analizado la expansión de los intereses privados en la esfera pública y la propia la financierización del Estado, tanto en el diseño como en la implementación de políticas que favorecen estrategias de carácter especulativo. En contraste, la literatura que examina la financierización de las corporaciones no financieras en América Latina resulta aún más limitada. En conjunto, los

trabajos existentes muestran un desarrollo reciente y heterogéneo, centrados principalmente en los efectos de la financierización sobre la inversión productiva y la actividad económica.

Demir (2007, 2009) estudia cómo las firmas en Argentina, Turquía y México tomaron decisiones de inversión tras las reformas de liberalización financiera de los años noventa. Sus hallazgos sugieren que el aumento en la rentabilidad de activos financieros redujo la inversión en activos fijos de largo plazo, al elevar el costo de oportunidad de la inversión productiva y aumentar la incertidumbre asociada al proceso de liberalización financiera. Del mismo modo, Torija Zane y Gottschalk (2018) analizan cómo la adopción del modelo de gobernanza de valor para el accionista en Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú, influenciada por reformas estructurales y la entrada de inversionistas extranjeros, impulsó una disminución de la inversión productiva en favor de activos financieros, así como una política de dividendos más agresiva a lo largo del periodo 1995-2015.

Zeolla (2021), por su parte, presenta evidencia agregada para Argentina, Brasil, Chile, Colombia, Perú, México, Uruguay y Venezuela que muestra que el impacto de la financierización sobre la inversión en capital fijo varía según el tamaño de las firmas. A partir de microdatos empresariales para el período 2000-2015, el estudio encuentra que los beneficios financieros se asocian negativamente con la inversión real en las firmas pequeñas y medianas, mientras que en las firmas grandes el efecto es positivo. Asimismo, el pago de dividendos desempeña un papel relevante en estas dinámicas, afectando negativamente la inversión en el caso de las empresas de mayor tamaño. Por otra parte, las estimaciones que distinguen por tipo de activo financiero indican que la tenencia de efectivo y las inversiones corrientes presentan un efecto positivo sobre la inversión, independientemente del tamaño de la firma, mientras que los activos no corrientes se asocian negativamente con la inversión real a medida que aumenta el tamaño empresarial.

En una línea complementaria, Rabinovich y Pérez Artica (2020) examinan si el aumento en la tenencia de activos financieros observado en Argentina, Brasil, Chile, México y Perú entre 1998 y 2017 estuvo impulsado por la búsqueda de rentas financieras, en el marco de un contexto internacional favorable. Sus resultados sugieren que las ganancias financieras no habrían sido el principal factor detrás del incremento de dichos activos, al menos en lo que respecta al efectivo, las inversiones de corto plazo, las participaciones en asociadas y otros

activos financieros no corrientes. En cambio, para los créditos a clientes y otros tipos de créditos, la evidencia resulta menos concluyente.

García Zanotti (2020) analiza la financierización de grandes empresas multinacionales extranjeras no financieras de Argentina y Brasil entre 2000 y 2017, focalizándose en sectores transables. A partir de un análisis empírico basado en información contable, el autor muestra que, en ambos países, la fuga de capitales desempeñó un papel relevante en el destino del excedente del sector agroindustrial, aun cuando las capacidades productivas aumentaron de manera significativa. Por su parte, en el caso del sector manufacturero, los resultados difieren entre países: mientras que en Brasil las empresas sostuvieron una creciente fuga de capitales financiada mediante ingresos financieros, en Argentina dichos ingresos se redujeron considerablemente tras la crisis de los precios de los *commodities*, y las firmas destinaron una mayor proporción de su excedente a la inversión productiva.

Específicamente para el caso argentino, Schorr y Wainer (2018) estudian de forma agregada las 500 compañías no financieras más grandes del país y encuentran que la tasa de inversión se incrementó entre 2003 y 2008, retomando su expansión tras la crisis y hasta 2015. No obstante, esta evolución se mantuvo por debajo de la tasa de rentabilidad, ya que una proporción significativa de las ganancias fue remitida al exterior en forma de intereses, utilidades y formación de activos externos.

En línea con estos hallazgos, Cassini, García Zanotti y Schorr (2019) introducen el concepto de ‘reticencia inversora’ para describir la estrategia de priorizar la fuga de capitales y las colocaciones líquidas por sobre la inversión productiva. Su evidencia empírica muestra que, al igual que García Zanotti (2020), las firmas vinculadas a la explotación y procesamiento de recursos naturales en Argentina no generaron un efecto derrame significativo entre 2003 y 2015, pese al incremento de los excedentes derivado de la suba de los precios internacionales y de la mejora en los precios relativos domésticos. Como contrapartida, se observó una sostenida salida de capitales, principalmente a través de remisiones al exterior.<sup>30</sup>

Por otro lado, Powell (2013) muestra que, durante la década del 2000, las corporaciones no financieras mexicanas incrementaron de forma significativa su tenencia de activos financieros

---

<sup>30</sup> El sector hidrocarburífero, advierten, constituyó una excepción en este sentido, en cuanto la reticencia inversora se revierte a partir del año 2012 tras la renacionalización de Yacimientos Petrolíferos Fiscales (YPF).

altamente líquidos, derivados e intangibles. En términos de financiamiento, las firmas recurrieron crecientemente a la emisión de bonos en los mercados internacionales, en un contexto que coincidió con una reducción de la inversión fija. A partir de un análisis de datos panel, el autor aporta evidencia de la financierización de las empresas no financieras a través de su participación en operaciones de *carry trade*.

En esta línea, Zeolla (2021) amplía el análisis al estudiar la emisión internacional de deuda corporativa en Argentina, Brasil, Colombia, Chile, Perú, México, Venezuela y Uruguay. El estudio muestra que los periodos de alta liquidez internacional generan incentivos para la emisión de deuda externa, la cual responde más a la búsqueda de oportunidades financieras - como arbitrajes de tasas de interés o refinanciación a bajo costo- que a la financiación de proyectos de inversión productiva.

Asimismo, Pérez Caldentey, Favreau-Negront y Méndez Lobos (2018) estudian el endeudamiento corporativo en seis economías latinoamericanas (Argentina, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú) durante el periodo 2009-2016 y encuentran que las firmas emisoras de bonos presentan una mayor fragilidad financiera que las firmas no emisoras. Los autores advierten que este deterioro podría tener implicancias relevantes para la inversión agregada, dado que estas empresas concentran una proporción significativa de la inversión de largo plazo y de los activos fijos tangibles. Además, su peso relativo en los activos totales, tanto a nivel nacional como sectorial, sugiere posibles impactos macroeconómicos ante escenarios de sobreapalancamiento o cambios en las condiciones financieras externas.

En síntesis, el recorrido por la evidencia empírica confirma que la literatura empírica sobre financierización corporativa en América Latina se ha centrado principalmente en sus efectos sobre la inversión productiva y la dinámica macroeconómica. No obstante, persiste un vacío en torno al análisis directo de sus implicancias distributivas al interior de las empresas no financieras. Los apartados siguientes contribuyen a cubrir este vacío mediante el examen empírico del canal de la ‘financierización tradicional’ y del canal del ‘endeudamiento corporativo’.

### **3.3 El trabajo empírico: base de datos y características de la muestra**

El trabajo empírico de la tesis se basa en una muestra construida a partir de información contable de corporaciones no financieras que cotizan en los mercados de valores de Argentina, Chile y México. La base de datos fue elaborada entre 2020 y 2021 a partir de fuentes secundarias oficiales. Para Argentina y Chile, la información se obtuvo de la Comisión Nacional de Valores y de la Comisión para el Mercado Financiero, respectivamente. En el caso de México, dado que el sitio web oficial de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores no proporciona acceso histórico completo a los estados financieros de las empresas listadas, los balances fueron recopilados directamente de los sitios web oficiales de cada firma.

El listado de empresas se obtuvo de los registros de sociedades cotizantes disponibles en los sitios web de los organismos reguladores de cada jurisdicción a abril de 2020. A partir de estos listados, se excluyeron, en primera instancia, las firmas cuya actividad principal correspondía a la producción de bienes y servicios financieros, así como aquellas dedicadas a la prestación de seguros de vida y médicos. Asimismo, se verificó que todas las empresas incluidas hubieran estado listadas al menos en algún subperíodo dentro del intervalo bajo estudio, excluyéndose aquellas cuya actividad bursátil se inició en 2017 o 2018. De este modo, a diferencia de los trabajos que utilizan bases de datos comerciales, el presente estudio trabaja con un universo relativamente uniforme de firmas a lo largo del período analizado.

La base de datos incluye: (i) variables financieras, tales como distintas categorías de activos financieros en posesión de la firma, pago de intereses y dividendos, ingresos financieros (dividendos e intereses percibidos), y obligaciones negociables emitidas en moneda extranjera, entre otras; (ii) variables relacionadas a la actividad principal, como el stock de capital y los ingresos provenientes por ventas, tanto en el mercado interno como externo; (iii) variables ingreso, fundamentalmente salarios pagados a los empleados (incluyendo contribuciones a la seguridad social y beneficios sociales y médicos) y honorarios y remuneraciones a directores; y (iv) variables patrimoniales relevantes, como los niveles anuales de activos totales y los stocks de capital y deuda. Los datos estandarizados se obtuvieron de los Estados de Flujos de Efectivo, el Estado de Resultados, el Balance General y sus anexos. En el Anexo (cuadro 3.1A) se presenta una descripción detallada de cada variable, incluyendo su símbolo, el estado contable de origen y, cuando corresponde, el código asociado.

La muestra corresponde a un panel anual no balanceado que cubre el período 2003-2018. En los primeros años, especialmente en Chile y México, se observa una cantidad significativa de valores faltantes. En el caso de Chile, en particular, la información sobre remuneraciones no se encuentra disponible hasta 2008/2009, situación que mejora con la adopción de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).<sup>31</sup> En el caso mexicano, dado que los estados financieros fueron recopilados directamente de los sitios web de cada empresa, la disponibilidad histórica varía según las prácticas de publicación de cada firma.

En 2024 se obtuvo acceso a la base de datos Worldscope, lo que permitió completar ciertos valores faltantes y, en algunos casos, incorporar información previa a 2003.<sup>32</sup> No obstante, las variables relativas a remuneraciones no fueron actualizadas. En el caso de los salarios, la cobertura en Worldscope es considerablemente más limitada que en la base original (la variable *Staff Costs* 01084 presenta un elevado número de faltantes). Asimismo, la información sobre remuneración a directivos no se encuentra disponible en dicha base.

Para analizar la distribución sectorial de la muestra, las empresas fueron clasificadas por rama de actividad utilizando la Clasificación Industrial Estándar (SIC) a dos dígitos. Dado que el manual SIC distingue diez grandes categorías, este estudio reagrupa algunas de ellas con fines analíticos, reduciendo la muestra a seis sectores. A continuación, se presenta la clasificación adoptada junto a los códigos correspondientes.<sup>33</sup>

---

<sup>31</sup> Hasta la adopción de las NIIF, los marcos contables locales diferían significativamente en términos de criterios de reconocimiento, medición y divulgación de información financiera. La creciente integración a los mercados internacionales de capital y las demandas de mayor transparencia por parte de inversores globales impulsaron la convergencia hacia estándares contables internacionales a principios de los años 2000, lo que permitió una mayor homogeneización y comparabilidad de los estados financieros.

<sup>32</sup> El acceso a dicha base de datos permitió recopilar datos entre 1995 y 2002 para Chile y México, no disponibles públicamente, en especial para este último.

<sup>33</sup> Las categorías (A) *Agricultura, Silvicultura y Pesca* y (B) *Minería* se agrupan bajo el rubro Actividades primarias. Asimismo, las divisiones (F) *Comercio al por mayor* y (G) *Comercio al por menor* se condensan en el sector Comercio. La categoría Servicios de Salud, Recreación e Inmobiliarios integra los servicios inmobiliarios (código 65) -originalmente clasificados en la división (H) del SIC-, junto con los servicios hoteleros, deportivos, de salud y médicos, así como los de entretenimiento y recreación, que en la clasificación original pertenecen a la división (I) Servicios. Por último, la división (J) *Administración Pública* no se incluye en el análisis dado que no se registran firmas pertenecientes a dicha categoría en la muestra.

**Cuadro 3.1 Clasificación de las empresas por tipo de actividad**

<b>Tipo de actividad</b>	<b>Código SIC a dos dígitos</b>
Actividades primarias	01, 02, 07, 08, 09, 10, 12, 13, 14
Construcción	15, 16, 17
Manufacturas	20, 21, 22, 23, 24, 25, 26, 27, 28, 29, 30, 31, 32, 33, 34, 35, 36, 37, 38, 39
Servicios de transporte, Comunicaciones, Electricidad, Gas y Servicios Sanitarios	40, 41, 42, 43, 44, 45, 46, 47, 48, 49
Comercio	50, 51, 52, 53, 54, 55, 56, 57, 58, 59
Servicios de salud, recreación e inmobiliarios	65, 70, 72, 73, 75, 76, 78, 79, 80, 81, 82, 83, 84, 86, 87, 88, 89

Fuente: elaboración propia en base a [SIC Manual | Occupational Safety and Health Administration \(osha.gov\)](#)

El Cuadro 3.2 presenta el número de observaciones y de firmas, así como su distribución sectorial. El análisis descriptivo incluye todas las observaciones disponibles; posteriormente, una vez introducido el modelo empírico, se detallan los criterios de depuración y exclusión aplicados. Tal como se indica a continuación, la muestra está compuesta por 2944 observaciones correspondientes a 184 empresas no financieras.

De acuerdo con la clasificación sectorial adoptada, los sectores con mayor representación son Manufacturas (35,87% de las empresas) y Servicios de transporte, Comunicaciones, Electricidad, Gas y Servicios Sanitarios (26,09%). Les siguen Actividades Primarias y Comercio, cada uno con el 11, 41% de las firmas.

**Cuadro 3.2 Número de observaciones y firmas por sector**

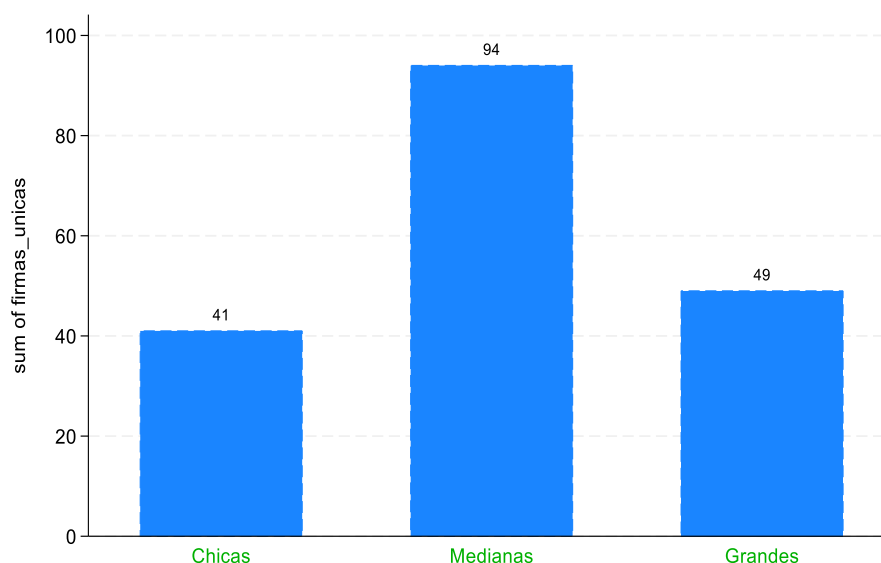
Sector	Nro. de firmas	Nro. de observaciones	% respecto del total de las firmas
Actividades primarias	21	336	11.41
Comercio	21	336	11.41
Construcción	8	128	4.35
Manufacturas	66	1056	35.87
Servicios de salud, recreación e inmobiliarios	20	320	10.87
Servicios de transporte, Comunicaciones, Electricidad, Gas y Servicios Sanitarios	48	768	26.09
<b>Total</b>	<b>184</b>	<b>2944</b>	<b>100</b>

Fuente: elaboración propia

Tal como se desarrolla en la sección 3.5, se introduce además una clasificación por tamaño de firma, un criterio presente habitualmente en los trabajos sobre financierización corporativa (Orhangazi, 2008; Powell, 2013; Tori y Onaran, 2017; Zeolla, 2021). Siguiendo el criterio adoptado por Powell (2013), una firma se considera grande si sus activos totales se ubican en el 25% superior de la distribución; pequeña si se encuentra en el 25% inferior; y mediana si se sitúa entre los percentiles 26 y 74, inclusive. Cabe señalar que, si bien el cuartil superior concentra una cuarta parte de las observaciones, no necesariamente agrupa una cuarta parte de las empresas, dada la naturaleza no balanceada del panel (Powell, 2013).

Como se observa en el gráfico 3.1, la muestra está compuesta mayoritariamente por firmas medianas (51,08 %), seguidas por firmas grandes (26,53%) y pequeñas (22,28%). No obstante, esta clasificación debe interpretarse con cautela, considerando la estructura de propiedad característica de América Latina, marcada por la presencia de grupos económicos y conglomerados (véase Capítulo 2).

**Gráfico 3.1 Número de observaciones según tamaño de firma**



Fuente: elaboración propia

En el caso argentino, resulta particularmente relevante trabajar con empresas que cotizan en bolsa, dado que, en su mayoría, son de propiedad nacional, y sus decisiones estratégicas trascienden el entorno estrictamente empresarial. Ello remite al concepto de ‘cúpula empresaria’, desarrollado por Gaggero, Schorr y Wainer en diversos trabajos (véase por ejemplo Gaggero, Schorr y Wainer, 2014; Gaggero y Schorr, 2016; Schorr y Wainer, 2018; Schorr, 2021). Dicho concepto alude a un núcleo concentrado de grandes empresas no financieras que operan en sectores estratégicos y concentran elevados volúmenes de ventas, activos y capacidad de inversión, lo que les permite ejercer posiciones dominantes en sus respectivos mercados.

Según Schorr y Wainer (2018), entre 2003 y 2018 estas firmas representaron en promedio alrededor del 24% del valor bruto de la producción total. Su participación en las exportaciones fue particularmente elevada, alcanzando el 76,3% en 2003 y descendiendo al 66,7% en 2012. En 2015, las empresas nacionales de la cúpula industrial concentraban el 30,8% de las ventas del sector; en servicios, el 31,5%; en comercio, el 33,4%; y en construcción, el 83,9%. Asimismo, las 162 mayores empresas nacionales empleaban el 36,1% de la fuerza laboral total (Azpiazu, Manzanelli y Schorr, 2011).

Esta posición económica dominante les otorga recursos y capacidades para incidir tanto en la política pública como en las negociaciones laborales. El acceso a la base de datos de las 200 empresas más grandes (1991–2018), utilizada en diversos estudios por estos autores, permitió corroborar que la mayoría de las firmas de la muestra han estado listadas de manera continua o al menos durante algún período entre 2003 y 2018. En consecuencia, más allá de su clasificación por tamaño, se trata en todos los casos de grandes corporaciones con capacidad significativa de influir en las normas e instituciones que estructuran la economía.

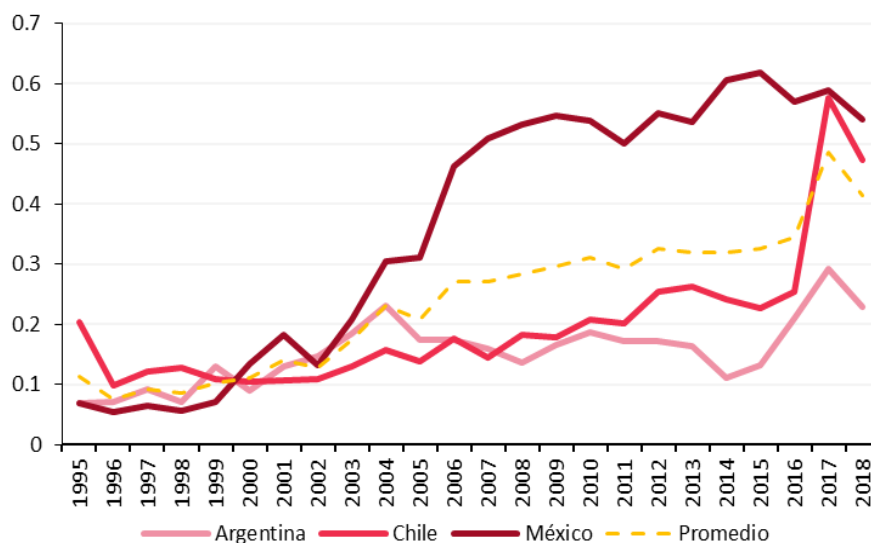
### **3.4 El canal de la financierización tradicional**

#### *3.4.1 Los hechos estilizados*

La literatura sobre financierización corporativa coincide en señalar como rasgo distintivo de este fenómeno el creciente involucramiento de las firmas no financieras en actividades y mercados financieros.

Un ejemplo claro de su participación creciente en actividades no asociadas a la generación de valor productivo es la acumulación cada vez mayor de activos financieros. El gráfico 3.2 permite observar el total de activos financieros de las corporaciones no financieras listadas en las bolsas de Argentina, Chile y México entre 1995 y 2018, respecto del stock de capital productivo. Como se puede apreciar en la figura, entre 1995 y 2018, este indicador se multiplicó por 3,5 en promedio. México presenta una tendencia creciente más temprana, con un marcado ascenso a partir de 2002, que se estabiliza después de 2011. Chile, en cambio, muestra un crecimiento más gradual, alcanzando niveles similares recién en 2017, mientras que Argentina se mantiene por debajo de ambos países durante casi todo el período, con un leve repunte hacia el final. El salto más notable en el promedio regional ocurre entre 2016 y 2017, impulsado principalmente por el desempeño de Chile. Este comportamiento sugiere que parte de los recursos, que en el pasado se destinaban a inversión productiva, se han canalizado hacia la acumulación de activos financieros.

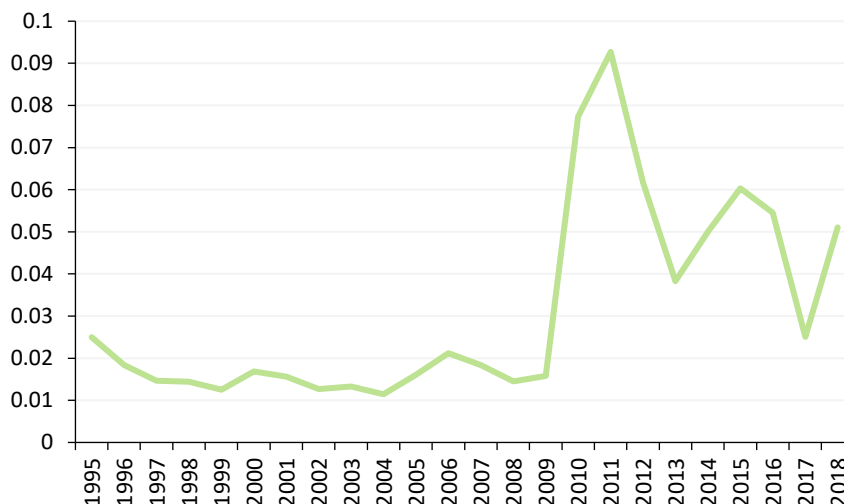
**Gráfico 3.2 Activos financieros (AF) sobre stock de capital productivo (K). Corporaciones no financieras listadas en la Bolsa de Valores de Argentina, México y Chile, 2003-2018**



Fuente: elaboración propia en base a datos de estados financieros

El gráfico 3.3 ilustra la relación entre los ingresos financieros y el stock de capital productivo. La evidencia gráfica sugiere que, en promedio, los ingresos financieros han aumentado a lo largo del período analizado, con un incremento pronunciado tras la crisis. A partir de 2012, comienza un descenso con oscilaciones notables, marcando un comportamiento errático y fluctuante en los años siguientes. Aunque los valores al final del período no alcanzan el pico observado en 2011, se mantiene un nivel significativamente mayor, duplicando el registrado en 1995.

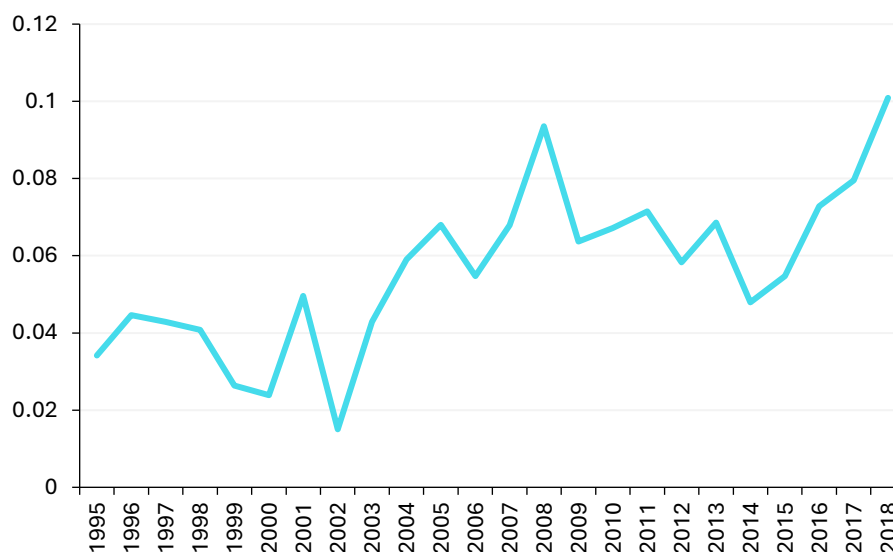
**Gráfico 3.3 Ingresos financieros (dividendos e intereses ganados) (IF) sobre capital productivo (K). Corporaciones no financieras listadas en la Bolsa de Valores de Argentina, Chile y México, 1995-2018**



Fuente: elaboración propia en base a datos de estados financieros

El gráfico 3.4 muestra la relación entre los dividendos pagados y el capital productivo. Como se observa en el gráfico, la serie presenta dos grandes ciclos: el primero entre 1995 y 2008, y el segundo entre 2008 y 2018. Cada uno de ellos se inicia con una fase descendente (1995-2002 y 2008-2014), seguida por una fase ascendente (2002-2008 y 2014-2018), con niveles más elevados en el segundo ciclo. El fuerte aumento del pago de dividendos entre 2002 y 2008, en un contexto de crecimiento económico en la región, podría interpretarse como una preferencia por la distribución de utilidades por sobre la reinversión productiva. Dicho patrón, el cual vuelve a repetirse después de 2014 en un escenario de menor crecimiento, podría revelar, en cambio, una posible disociación entre el comportamiento distributivo de las firmas y el ciclo económico agregado.

**Gráfico 3.4 Dividendos pagados sobre capital productivo (K) Corporaciones no financieras listadas en la Bolsa de Valores de Argentina, Chile, México, 1995-2018**



Fuente: elaboración propia en base a datos de estados financieros

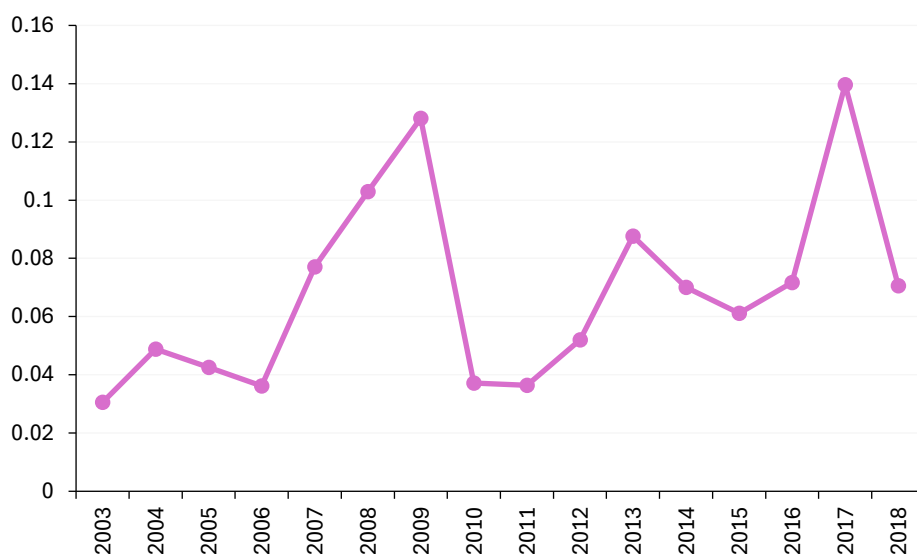
Por lo tanto, estas tendencias muestran que la rentabilidad financiera adquirió un mayor peso dentro de la lógica de acumulación de las firmas, sentando las bases para analizar sus implicancias distributivas. Los gráficos 3.5, 3.6 y 3.7 muestran, respectivamente, la participación de los salarios en la distribución funcional del ingreso dentro de las firmas, la participación de la remuneración de los directivos y la relación entre ambas variables.

Por convención, la participación salarial se mide como la relación entre los salarios -incluidos los aportes a la seguridad social- y el valor agregado. En la mayoría de los estados contables tradicionales, este último no aparece como una línea estándar obligatoria. De esta manera, la medida se construyó como la suma de salarios y cargas sociales, ingresos operativos e ingresos financieros no operativos (Guschanski y Onaran, 2024).

El gráfico 3.5 muestra la evolución de la participación salarial de las corporaciones no financieras que cotizan en las bolsas de valores de Argentina, México y Chile entre 2003 y 2018. Su observación permite identificar tres fases principales. La primera corresponde a un incremento sostenido en la participación del trabajo entre 2006 y 2009, interrumpido por una caída abrupta ese mismo año. La segunda fase, entre 2011 y 2013-2014 evidencia una recuperación parcial de la participación laboral. Finalmente, a partir de 2016, se observa un

nuevo repunte que culmina con una caída significativa en 2018, alcanzando niveles similares a los de 2014. Si bien los datos son a nivel firma, los movimientos parecen reflejar sensibilidad a los cambios del ciclo económico agregado y a *shocks* globales, como la crisis financiera internacional de 2008 y la posterior reversión del ciclo de precios de materias primas, aunque las variaciones observadas a partir de 2016 podrían responder a dinámicas macroeconómicas domésticas.

**Gráfico 3.5 Participación salarial en las corporaciones no financieras listadas en bolsa en Argentina, México y Chile 2003-2018 (salarios y cargas sociales/VA)**



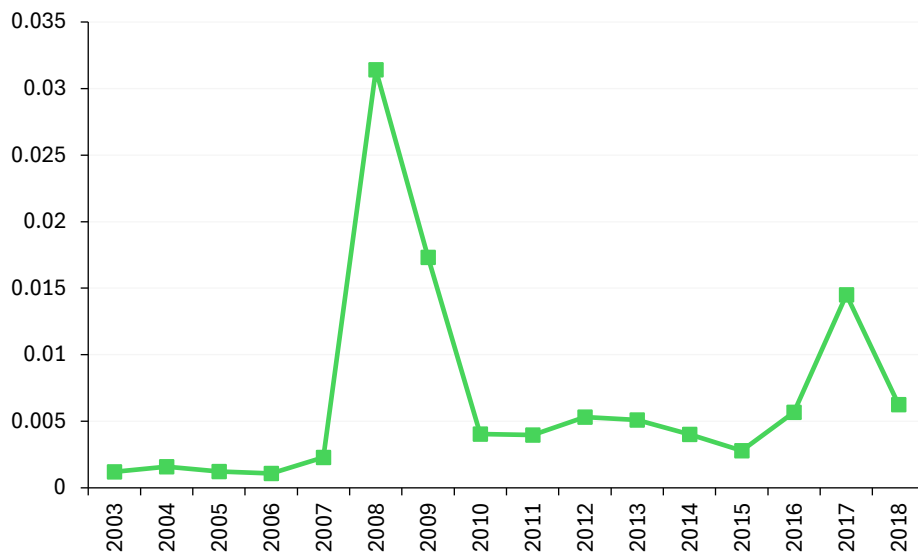
Fuente: elaboración propia en base a datos de estados financieros

En cuanto a la participación de la remuneración de los directivos, tal como puede observarse en el gráfico 3.6, su evolución fue más volátil y marcada, con un pico notable en 2008 y uno relativamente menor en 2017, semejante a lo ocurrido en la participación salarial, aunque con una magnitud considerablemente mayor en el caso de la remuneración ejecutiva.

Al analizar la relación entre ambos indicadores, la figura 3.7 muestra un ensanchamiento neto de la brecha distributiva al interior de las firmas a favor de los directores ejecutivos. El ratio pasó de 0,039 en 2003 a 0,088 en 2018, lo que implica un incremento promedio de más del 120% en los años bajo estudio. En segundo lugar, los picos observados en 2008-2009 y 2017, se corresponden con las tendencias de ambas participaciones respecto del capital productivo, lo que sugiere una mayor apropiación relativa por parte de la alta dirección en esos años.

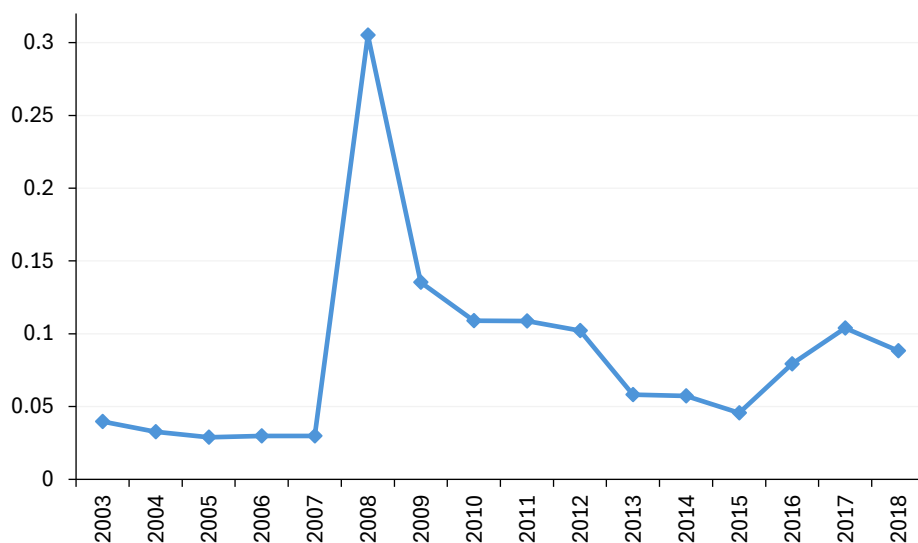
Por último, cabe destacar que la ampliación de la brecha entre compensación ejecutiva y masa salarial a partir de 2015 es consistente con las tendencias de acumulación de activos financieros y pago de dividendos.

**Gráfico 3.6 Participación de la remuneración a los directivos en las corporaciones no financieras listadas en bolsa en Argentina, México y Chile 2003-2018 (remuneración a los directivos/VA)**



Fuente: elaboración propia en base a datos de estados financieros

**Gráfico 3.7 Relación remuneración a directivos/ salarios en las corporaciones no financieras listadas en bolsa en Argentina, México y Chile 2003-2018**



Fuente: elaboración propia en base a datos de estados financieros

A modo de conclusión, los indicadores de financierización muestran que la rentabilidad financiera ha adquirido un peso creciente dentro de la lógica de acumulación de las firmas. Por otra parte, los hechos estilizados vinculados a la distribución del ingreso sugieren un ensanchamiento neto de la brecha distributiva a lo largo del periodo. En conjunto, estos hechos estilizados y co-movimientos agregados sugieren la existencia de una relación sistemática entre la orientación financiera de las firmas y la dinámica distributiva al interior de las mismas.

Sin embargo, la evidencia presentada hasta aquí es de carácter descriptivo. En consecuencia, estos patrones constituyen la motivación empírica para evaluar, a nivel firma, si la acumulación de activos financieros, los ingresos financieros, y el pago de dividendos, se asocian de manera estadísticamente significativa con cambios en la intensidad distributiva del trabajo y de la alta dirección respecto al capital productivo. De esta manera, la siguiente sección discute la especificación del modelo, las variables empleadas y la estrategia de estimación utilizada.

### ***3.4.2 El modelo econométrico***

Álvarez (2015) fue uno de los primeros autores en estimar econométricamente la distribución funcional a nivel firma, en cuyo estudio analiza las corporaciones no financieras francesas de gran tamaño en el período 2004-2013. El testeo empírico se basa en un modelo que relaciona la participación salarial –definida como salarios y cargas sociales sobre el total de activos–, con medidas financieras. La financierización es expresada como el ratio entre los ingresos financieros netos -medidos como la diferencia entre ingresos y gastos por intereses, dividendos y ganancias de capital- y el total de activos. Asimismo, el modelo incorpora como variables de control el cambio tecnológico, la globalización y el poder de negociación, así como dimensiones tradicionalmente vinculadas a la participación salarial a nivel corporativo, tales como la productividad y la competitividad. Además, se incluye el pago de intereses como medida *proxy* de las restricciones financieras. Las estimaciones se realizan mediante regresiones de efectos fijos con corrección robusta de errores estándar.

En un trabajo más reciente, Guschanski y Onaran (2024) estudian la participación salarial en 14 países europeos entre 1995 y 2016. Su modelo parte de una especificación log-lineal derivada de la teoría de la distribución funcional, e incorpora indicadores de financierización distinguiendo tres canales. En primer lugar, el canal del *mark-up*, capturado mediante los

pagos financieros netos —definidos como dividendos e intereses pagados menos dividendos e intereses percibidos—, normalizados por ganancias. En segundo lugar, el canal del valor para el accionista, aproximado por el ratio entre dividendos y ganancias. Finalmente, el *Exit Option Channel*, capturado mediante los ingresos financieros (dividendos e intereses percibidos) en relación con las ganancias. Los autores estiman un modelo dinámico utilizando el método GMM en sistema (Arellano-Bond y Blundell-Bond) con el objetivo de abordar problemas de endogeneidad y simultaneidad. La especificación incorpora además efectos temporales y sectoriales, así como controles a nivel país.

En este trabajo, si bien la distribución funcional se analizó descriptivamente mediante la participación salarial clásica ( $W/VA$ ), el modelo econométrico adopta una perspectiva alternativa, expresando las remuneraciones en relación con el capital productivo. En este sentido, las variables dependientes no representan participaciones factoriales en sentido estricto, sino indicadores de intensidad distributiva. Así, los estudios presentados a continuación examinan cómo la financierización reconfigura la posición relativa del trabajo y de la alta dirección dentro de la estructura de acumulación de las firmas, permitiendo observar cómo el avance de las estrategias financieras altera la intensidad distributiva de ambos componentes.

La decisión del denominador responde a criterios metodológicos y teóricos propios. En primer lugar, la normalización de las variables dependientes por valor agregado en el modelo econométrico propuesto introduciría un problema mecánico de simultaneidad contable, generando una correlación espuria que no puede interpretarse como efecto causal.

Álvarez (2015), quien normaliza por total de activos, argumenta que la medida convencional de participación salarial (salarios sobre valor agregado) es altamente sensible al ciclo económico y puede generar distorsiones severas, incluyendo observaciones en las que los costos laborales superan el valor agregado. En su muestra, esto ocurre en alrededor del 10% de los casos, lo que sostiene, puede sesgar los resultados. Asimismo, el autor señala que dividir las variables por el total de activos es una práctica habitual en estudios microeconómicos para corregir problemas de heterocedasticidad y de dispersión en el tamaño de las firmas, además de contribuir a la estacionariedad de las series.

No obstante, al no capturar adecuadamente la estructura de capital que representa la capacidad operativa real de las corporaciones, el total de activos podría no reflejar de manera precisa la relación entre salarios y el poder de negociación. A su vez, su utilización puede generar una endogeneidad mecánica del denominador. Por otra parte, Guschanski y Onaran (2024) señalan que la especificación de Álvarez debe interpretarse como un análisis de masa salarial y no de participación salarial, dado que la variable dependiente se encuentra normalizada por activos totales en lugar de por valor agregado. Además, destacan que, cuando el autor reemplaza el denominador por valor agregado, los coeficientes pierden significancia estadística. En este sentido, señalan, esta sensibilidad refleja tanto un cambio conceptual —de distribución a dinámica de costos— como un posible sesgo de simultaneidad, especialmente por la inclusión conjunta de ganancias y empleo como variables explicativas.

A diferencia de Álvarez (2015), Guschanski y Onaran (2024) miden la distribución funcional en sentido estricto, al utilizar el valor agregado como denominador, manteniendo de esta manera la definición canónica de la participación salarial. La especificación se deriva de un marco teórico explícito de distribución funcional, cuyo modelo dinámico evita reconstruir contablemente los componentes del ingreso como regresores independientes.

A diferencia de Guschanski y Onaran (2024), cuyo modelo se deriva directamente de una ecuación estructural de participación salarial, la especificación aquí propuesta no replica una ecuación canónica del *labour share*, sino que analiza intensidades distributivas en relación con la estructura de acumulación de la firma. De esta manera, la definición del denominador se fundamenta en consideraciones metodológicas y en la coherencia con el marco teórico adoptado, a la vez que se halla en línea con los modelos poskeynesianos de financierización de la firma, en cuanto el stock de capital opera como una medida estándar representativa del tamaño y la capacidad productiva de las corporaciones.

Los modelos incluyen como variables de control dos fenómenos que representan las explicaciones más comunes en la literatura *mainstream* sobre la creciente desigualdad de ingresos, tal como se mencionó en el capítulo I: el cambio tecnológico y la globalización. A fin de capturar el cambio tecnológico, Lin y Tomaskovic-Devey (2013) consideran los gastos en I+D (medido como la inversión en *hardware* y *software* informático) como proporción de los gastos de capital no residenciales. Para este trabajo, que a diferencia de Lin y Tomaskovic-Devey, utiliza datos a nivel firma, no se encontró información discriminada por origen de

capital en los estados contables, así como tampoco datos de gastos en I+D, licencias o patentes, los cuales a su vez son particularmente escasos en las bases de datos comerciales. Otra medida ampliamente utilizada es el cociente entre el stock de capital y el total de activos, en cuanto los cambios en la formación bruta de capital fijo suelen estar asociados a la adopción de tecnologías más recientes (Álvarez, 2015). Por su parte, Guschanski y Onaran (2024) miden el cambio tecnológico como el cociente entre el stock de capital fijo y la suma de ingresos operativos y costos laborales.

Dado que las variables de los modelos 1 y 2 son normalizadas por el stock de capital, en este trabajo se opta por no utilizar dicha medida para evitar problemas de multicolinealidad y autocorrelación. El cambio tecnológico, por lo tanto, es medido como activos intangibles, un *proxy* de la adopción de tecnologías más avanzadas y el desarrollo de capital intelectual dentro de la firma. Se advierten, no obstante, las limitaciones de esta medición, la cual incluye elementos meramente comerciales, contractuales o de mercado (marcas y patentes, *goodwill*, etc).

Para medir los efectos de la globalización se utiliza el porcentaje de ventas al exterior respecto al total de ventas (Daniels y Bracker, 1989). No se dispone de fuentes de datos más directas, como la discriminación del total de ventas por destino, el volumen o los ingresos por exportaciones<sup>34</sup>. Tampoco fue posible hallar datos sobre el nivel de ventas de las subsidiarias, una medida interesante adoptada por Geringer, Beamish y daCosta (1989)<sup>35</sup>. La variable se obtuvo de Worldscope, cuyo código correspondiente puede encontrarse en el anexo. La misma se expresa como fracción en el modelo para mantener la consistencia de escalas y facilitar la interpretación.

Hubiera sido relevante incorporar una variable de control que capture el poder de negociación del trabajo. No obstante, la disponibilidad de datos a nivel firma o industria para la región es limitada en lo que respecta a densidad sindical, número de paros o huelgas, o días no trabajados

---

<sup>34</sup> Para ello se consultaron las bases Worldscope y Orbis, pero los registros encontrados fueron muy escasos en todos los casos estudiados.

<sup>35</sup> En cuanto a datos sobre subsidiarias, Orbis brinda información de la lista de subsidiarias y su respectiva localización. Una medida interesante para medir el grado de internacionalización es contrastar la cantidad de subsidiarias en el exterior respecto del número total de subsidiarias. Sin embargo, no se encontraron evidencias sólidas en la literatura sobre este tipo de medición, la cual a su vez presenta ciertos desafíos, al involucrar la complejidad sobre la estructura organizacional.

por conflictos laborales. La densidad sindical podría actuar como *proxy* para medir la fortaleza de los trabajadores en la negociación salarial y su capacidad para establecer mecanismos institucionales de compensación. Aunque la Organización Internacional del Trabajo ofrece información a nivel agregado o por sector, la mayoría de estos datos solo están disponibles en los años más recientes y, en algunos casos, de manera discontinua. Como medida alternativa, podrían utilizarse datos a nivel firma sobre el número de empleados. No obstante, se trata de un indicador no estrictamente contable y cuya disponibilidad en bases comerciales como Worldscope, Orbis o Bloomberg resulta limitada. En algunos casos, cuando los datos están disponibles, suelen estar limitados a fechas recientes y no ofrecen series temporales completas. Por esta razón, se ha decidido no incluir una variable de control asociada al poder de negociación laboral.

Se incluye, por otra parte, una variable de desempeño de la empresa, medida como el volumen de ventas anual. Asimismo, se introduce el pago de intereses como indicador de presión financiera. Este puede, por un lado, limitar el margen disponible para incrementos salariales; por otro, afectar positivamente a la alta dirección, que suele ser compensada por asumir mayores responsabilidades en la gestión del riesgo en contextos de fragilidad financiera.

Como variables de financierización se incluyen las analizadas gráficamente: activos financieros, ingresos financieros y pagos de dividendos.

La forma reducida a testear se define bajo la siguiente expresión, donde  $i$  representa las corporaciones individuales que forman parte de la base y  $t$  los años. Todas las variables independientes no expresadas como ratios han sido divididas por el stock de capital de la empresa (variable de escala) en cada período para mitigar los sesgos asociados al tamaño de la firma.

La especificación incorpora, asimismo, efectos fijos por país ( $\gamma_p$ ) y efectos de interacción país-año ( $\delta_{p,t}$ ) para capturar el ciclo económico y factores comunes a las firmas de un mismo país en un año determinado.

## Ecuación I

$$\frac{W}{K}_{iqt} = \alpha_0 + \alpha_1 Tech_{iqt} + \alpha_2 Global_{iqt} + \alpha_3 \frac{V}{K}_{iqt} + \alpha_4 \frac{Intpagos}{K}_{iqt} + \alpha_5 \frac{AF}{K}_{iqt} + \alpha_6 \frac{IF}{K}_{iqt} + \alpha_7 \frac{Divpag}{K}_{iqt} + \gamma_{iqt} + \delta_{iqt} + \varepsilon_{iqt}$$

## Ecuación II

$$\frac{Remdir}{K}_{iqt} = \beta_0 + \beta_1 Tech_{iqt} + \beta_2 Global_{iqt} + \beta_3 \frac{V}{K}_{iqt} + \beta_4 \frac{Intpagos}{K}_{iqt} + \beta_5 \frac{AF}{K}_{iqt} + \beta_6 \frac{IF}{K}_{iqt} + \beta_7 \frac{Divpag}{K}_{iqt} + \gamma_{iqt} + \delta_{iqt} + \varepsilon_{iqt}$$

Donde  $W$ = salarios;  $Remdir$ = remuneración a directivos;  $K$ = stock de capital;  $Tech$ = activos intangibles;  $Global$ =ventas al exterior respecto de ventas totales;  $V$ = ingresos por ventas;  $Intpagos$ = intereses pagados;  $AF$ = activos financieros;  $IF$ = ingresos financieros;  $Divpag$ = dividendos pagados;  $i$ = firma;  $q$ =país;  $t$ = año

Al testear el modelo, se esperan obtener las siguientes relaciones causales:

Ecuación I:  $\alpha_1 < 0$ ,  $\alpha_2 < 0$ ,  $\alpha_3 > 0$ ,  $\alpha_4 < 0$ ,  $\alpha_5 < 0$ ,  $\alpha_6 > 0$ ,  $\alpha_7 < 0$

Ecuación II:  $\beta_1 > 0$ ,  $\beta_2 > 0$ ,  $\beta_3 > 0$ ,  $\beta_4 > 0$ ,  $\beta_5 > 0$ ,  $\beta_6 > 0$ ,  $\beta_7 > 0$

$\alpha_1$  Se espera que el cambio tecnológico tenga un efecto negativo en la intensidad distributiva del salario ( $W/K$ ). De acuerdo con la literatura especializada, el cambio tecnológico tiende a incrementar la intensidad de capital y a sustituir trabajo por capital (Guimarães y Gil, 2022; Karabarbounis y Neiman, 2014). En este contexto, el capital productivo puede expandirse a un ritmo mayor que la masa salarial, reduciendo así la remuneración del trabajo en relación con la base de capital. Además, ciertos procesos de automatización y digitalización pueden debilitar el poder de negociación del trabajo (Kristal, 2013), reforzando esta tendencia.

$\beta_1$  Por su parte, se espera que el cambio tecnológico tenga un efecto positivo sobre la intensidad distributiva de la remuneración a directivos ( $RemDir/K$ ), en la medida en que los avances tecnológicos amplifican el retorno de las posiciones clave estratégicas y de alta

calificación dentro de la firma (Autor, Levy, and Murnane, 2003; Core, Holthausen y Larcker, 1999), al tiempo que impulsan estrategias corporativas más orientadas al desempeño financiero (Lazonick, 2014). En consecuencia, en estos contextos, la compensación ejecutiva puede crecer a un ritmo superior al del capital productivo, especialmente cuando los avances tecnológicos se articulan con esquemas de compensación basados en el desempeño financiero.

$\alpha_2$  La competencia en los mercados internacionales exige operar con costos bajos, lo que puede presionar hacia abajo la masa salarial. A su vez, el poder de negociación salarial puede verse amenazado en entornos más competitivos (Rodrik, 1997). Además, si la mayor productividad que demanda la inserción internacional transforma la estructura productiva a partir de la incorporación de nuevas tecnologías (McMillan, Rodrik y Verduzco-Gallo, 2014), pero el salario crece a una intensidad menor que el stock de capital, es de esperar que la intensidad salarial respecto del capital productivo se reduzca.

$\beta_2$  Una mayor inserción de la producción en los mercados internacionales puede traducirse en mejores compensaciones para los directivos y los altos ejecutivos. Las firmas que exportan bienes de forma exitosa suelen operar en entornos más complejos y competitivos, lo que puede llevarlas a adoptar políticas de remuneración más elevadas con el objetivo de atraer y retener directivos con capacidades de gestión internacional (Bebchuk y Fried, 2004).

Si la expansión hacia los mercados internacionales se acompaña de procesos de inversión y adopción tecnológica asociados a mayores niveles de capitalización, el coeficiente podría ser menor o mayor a cero dependiendo de si el crecimiento del capital supera o no el aumento de la remuneración ejecutiva.

Asimismo, la mayor exposición a la competencia internacional puede ejercer presiones sobre los costos y los márgenes de las empresas, lo que podría moderar el impacto positivo de la internacionalización sobre la remuneración de los directivos (Bebchuk y Fried, 2004).

$\alpha_3$  El desempeño de la empresa puede incidir en la intensidad salarial relativa al capital a través de distintos mecanismos. Un aumento del nivel de ventas podría traducirse en una mejora de los salarios si las ganancias de eficiencia se distribuyen, al menos parcialmente, hacia los trabajadores. Sin embargo, dicho efecto podría verse atenuado en caso de que la

expansión de las ventas esté acompañada por un incremento del capital productivo, lo que modificaría la relación entre trabajo y capital.

No obstante, en contextos donde predominan objetivos financieros, los beneficios adicionales pueden canalizarse hacia dividendos o recompras de acciones, reduciendo así la proporción destinada al trabajo (Lazonick y O'Sullivan, 2000), como así también la inversión productiva (Orhangazi, 2008; Tori y Onaran, 2017). El signo del coeficiente dependerá, por lo tanto, del régimen de acumulación de la firma y la proporción del excedente que se canalice al trabajo.

$\beta_3$  Es esperable que la remuneración de los directivos, al estar estrechamente vinculada al desempeño financiero de la firma, aumente cuando la empresa mejora sus resultados. En contextos caracterizados por una mayor orientación financiera, este efecto podría incluso intensificarse, dado que los esquemas de compensación suelen reforzar la sensibilidad al desempeño. No obstante, el signo de la relación podría revertirse en caso de que la expansión del capital productivo supere el crecimiento de la compensación ejecutiva, alterando así la intensidad relativa de dicha remuneración.

$\alpha_4$  La deuda puede comportarse como un mecanismo de disciplinamiento en el que el cumplimiento de las obligaciones se convierte en una prioridad. En estos escenarios, las empresas suelen optar por limitar el crecimiento de la inversión real, así como el porcentaje destinado a los salarios y otros beneficios a los empleados, lo que en algunos casos puede estar acompañado de recortes de personal (Lin, Liang, Chiu y Chen, 2019).

No obstante, el mayor endeudamiento también puede destinarse a la expansión productiva de la firma. En este caso, el signo del coeficiente dependerá de la velocidad de expansión del capital productivo en relación con el crecimiento de la masa salarial, considerando que los efectos de la inversión financiada con deuda suelen materializarse con cierto rezago.

$\beta_4$  En contextos de mayor endeudamiento, la empresa puede depender en mayor medida de la toma de decisiones estratégicas de la alta dirección para cumplir con sus obligaciones financieras y gestionar los riesgos asociados a la insolvencia. En este sentido, la mayor complejidad en la gestión puede traducirse en mayores compensaciones, ya sea como prima por responsabilidad o como incentivo para alinear la toma de decisiones con la sostenibilidad financiera de la empresa (Adu-Ameyaw, Danso, Acheampong y Akwei, 2021).

Asimismo, el pago de intereses puede actuar como un mecanismo de disciplinamiento financiero. En contextos de mayor presión por el cumplimiento de las obligaciones financieras, las empresas pueden priorizar la estabilidad de su posición financiera mediante estrategias de contención de costos. Bajo estas circunstancias, el crecimiento de la compensación ejecutiva podría moderarse en relación con el capital productivo, lo que podría traducirse en un coeficiente negativo para esta variable (Jensen, 1986).

$\alpha_5$  El aumento de la tenencia de activos financieros puede generar un efecto de *crowding-out* sobre la inversión real en las corporaciones no financieras, debilitando la creación de empleo y el crecimiento de la masa salarial (Orhangazi, 2008). Asimismo, una mayor acumulación de activos financieros puede interpretarse como un indicador de un cambio en la orientación estratégica de la firma hacia la búsqueda de rentabilidad en el corto plazo, reforzando una lógica más restrictiva en materia de salarios y empleo (Stockhammer, 2004). En este contexto, es esperable una reducción de la intensidad salarial respecto del capital productivo si el crecimiento del capital supera al de la masa salarial.

No obstante, en algunos casos la acumulación de activos financieros puede responder a motivos de gestión de liquidez o a restricciones financieras, especialmente en firmas de menor tamaño, lo que podría permitir sostener o financiar inversión productiva futura (Orhangazi, 2008; Davis, 2016, 2018). Bajo este escenario, el efecto sobre la intensidad salarial respecto del capital productivo podría resultar no significativo.

$\beta_5$  Si, tal como se indicó, la acumulación de activos financieros actúa como indicador de una orientación más marcada hacia la valorización financiera (Orhangazi, 2008), esto puede modificar la estructura de incentivos al interior de la firma, acentuando el peso de la compensación financiera de los altos ejecutivos mediante el incremento de bonos, esquemas de pago por desempeño y remuneraciones basadas en acciones (Huber, Petrova y Stephens, 2022). En este sentido, es esperable que una mayor acumulación de activos financieros se asocie con un aumento en la intensidad de la remuneración a directivos respecto del capital productivo.

$\alpha_6$  La literatura sobre financierización corporativa señala el efecto ambiguo de los ingresos financieros según el tamaño de la firma. Las empresas relativamente más pequeñas, con más posibilidades de experimentar restricciones de liquidez, pueden utilizar los ingresos

financieros para impulsar la actividad y expandir la capacidad productiva. Ello puede tener un efecto expansivo en la variable dependiente si la masa salarial crece en una proporción igual o mayor al capital productivo.

Por su parte, las empresas más grandes con mayor acceso a los mercados financieros, es más probable que reinviertan al menos parte de este tipo de ganancias en el circuito financiero (Orhangazi, 2008; Tori y Onaran, 2017). A su vez, la creciente desvinculación de los beneficios de las actividades principales reorienta el capital hacia salidas no productivas, lo que puede estimular a la alta dirección a subcontratar o cerrar un parte relevante del proceso productivo y dedicarse a actividades financieras (Guschanski y Onaran, 2024). Por lo tanto, es esperable que el coeficiente resulte negativo cuando se trata de empresas más grandes.

$\beta_6$  Siguiendo lo planteado por la literatura sobre financierización corporativa, es de esperar que un incremento en los ingresos financieros se exprese en un alivio de liquidez en empresas más pequeñas, cuya mayor holgura financiera podría trasladarse a una mejor compensación de la alta dirección. En consecuencia, en este tipo de firmas, un aumento de los ingresos financieros tendría un efecto positivo sobre la intensidad de la remuneración directiva en relación con el capital productivo, siempre que dicha compensación crezca al menos proporcionalmente a este último.

Por otra parte, cuando este tipo de ganancias es objeto de valorización financiera -como puede ocurrir en firmas de mayor tamaño- es esperable que ello tenga un impacto positivo sobre la remuneración directiva en relación con el capital productivo. Además, la reorientación de la firma hacia actividades financieras incrementa la demanda de profesionales del sector financiero altamente remunerados (Huber, Petrova y Stephens, 2022).

$\alpha_7$  En los modelos kaleckianos de precios, las empresas fijan un margen de ganancia por encima de los costos, en los cuales se encuentran incluidos los pagos de intereses y dividendos. Por lo tanto, un incremento en los pagos financieros se traduce en un mayor nivel de costos. En el caso de que dicho margen no pueda trasladarse a precios por la competencia (precios rígidos al alza), las firmas pueden optar por reducir los costos laborales unitarios (Hein y van Treeck, 2010; Hein 2015). En consecuencia, el ajuste sobre los costos laborales implica una reducción de la masa salarial en relación con la base productiva de la firma, lo que se traduce en una caída de la intensidad salarial respecto de la base productiva.

$\beta_7$  El pago de dividendos constituye un rasgo central de la alineación entre los intereses de los accionistas y la alta dirección. En muchos casos, mayores niveles de *payout* suelen ir acompañados de esquemas de compensación ejecutiva más sensibles al desempeño financiero y al retorno para el accionista, incluyendo bonos variables y remuneraciones vinculadas a resultados y valorización bursátil (Huber, Petrova y Stephens, 2022). En este sentido, es esperable que un aumento en los pagos de dividendos tenga un efecto positivo sobre la intensidad de la remuneración de la alta dirección respecto del capital productivo.

### **3.4.3 Estimación, métodos y resultados**

En cuanto a los criterios de depuración y exclusión aplicados, la literatura sobre comportamiento empresarial emplea distintos métodos de exclusión según el objetivo del análisis. A los fines de este estudio, para evitar estimaciones sesgadas, se seleccionaron aquellas empresas con al menos tres observaciones consecutivas de las variables dependientes (Tori y Onaran, 2017). Asimismo, se excluyeron registros con incoherencias contables, tales como ingresos financieros, stock de capital y ventas totales con signo negativo. También se eliminaron *outliers*, definidos como las observaciones cuya media de las variables clave (ponderadas por el stock de capital) se encontraban en el 1% superior o inferior de la distribución para cada país.

En cuanto a la variable dependiente, no se eliminaron los valores atípicos con el fin de evitar posibles sesgos asociados a la regresión censurada (Chirinko, Fazzari y Meyer, 1999; Orhangazi, 2008). Se incluyeron asimismo variables no contenidas en los estados financieros, pero de gran relevancia en el análisis: el año de referencia (especificado en el modelo), la clasificación por tamaño de firma y la disgregación por tipo de actividad<sup>36</sup>. Tras la aplicación de las medidas de exclusión, la muestra inicial compuesta por 184 empresas y un total de 2944 observaciones quedó restringida a 598 observaciones (ecuación I) y 590 observaciones (ecuación II) sobre un total de 106 firmas.

Al trabajar con datos de panel, resulta necesario decidir cómo modelar las diferencias que naturalmente surgen entre las distintas empresas (la estructura empresarial, la cultura

---

<sup>36</sup> Para aquellas empresas que operan en múltiples sectores, la clasificación se realizó en función del sector principal reportado por la empresa.

organizativa, etc). Una opción común en la literatura es realizar el test de Hausmann para optar entre un modelo de efectos fijos o efectos aleatorios (Álvarez, 2015). En este caso, los modelos estimados incluyen *dummies* por país y términos de interacción país-año, a fin de capturar el ciclo económico y factores comunes a las firmas de cada país en el tiempo. La utilización de efectos aleatorios podría resultar metodológicamente cuestionable en este sentido, dado que los modelos asumen independencia entre los efectos no observados y los regresores. A su vez, la inclusión de *dummies* demasiado específicas lo acerca a un modelo de efectos fijos extensivo, reduciendo su ventaja teórica y empírica.

Por lo tanto, se optó por un modelo de efectos fijos, que permite capturar la variación intra-firma a lo largo del tiempo, controlando además por heterogeneidad no observada a nivel de firma y país, sin necesidad de asumir independencia con los regresores. Así, los efectos fijos son más consistentes con el marco teórico y empírico adoptado, el cual reconoce el peso estructural de las instituciones y del contexto económico sobre las decisiones de las firmas. Los resultados de las regresiones con efectos fijos se presentan en los cuadros 3.7 y 3.8, y corresponden a la estimación 1.

Los testeos pertinentes revelaron la presencia de heterocedasticidad y autocorrelación en la muestra. Para detectar la presencia de heterocedasticidad en datos de panel se realizó la prueba de Breusch-Pagan, la cual arrojó una varianza de residuos constante, lo cual permitió aceptar la  $H_0$  de no heterocedasticidad. Para detectar la existencia de autocorrelación, se aplicó el test de Wooldridge, el cual dio cuenta de la existencia de autocorrelación de los residuos. Por su parte, se calculó el Factor de Inflación de la Varianza (VIF por sus siglas en inglés) para detectar la presencia de multicolinealidad, el cual reveló la ausencia de una relación lineal entre las variables del modelo (ver anexo cuadros 3.5, 3.6 y 3.7, respectivamente).

Para abordar los problemas de heterocedasticidad y autocorrelación para regresiones de panel estimadas por efectos fijos, es posible realizar una estimación de Errores Estándar Corregidos por Panel (PCSE por sus siglas en inglés) o una estimación de Errores Estándar Robustos de Driscoll-Kraay. Este último no sólo permite capturar las correlaciones entre observaciones en distintos períodos y firmas, sino que también ofrece estimaciones más consistentes que otros métodos que podrían no abordar correctamente la dependencia transversal. En esta investigación, dado que las firmas analizadas operan en economías expuestas a shocks macroeconómicos y financieros comunes -como cambios en la política monetaria, episodios

de volatilidad externa o variaciones en la liquidez global-, es razonable esperar correlaciones entre unidades y persistencia temporal en las variables financieras y distributivas. Por este motivo, se realizó una segunda estimación utilizando Errores Estándar Robustos de Driscoll-Kraay.

**Cuadro 3.7 Resultados de regresión ecuación I**

Variable	Coef_Modelo 1	Coef_Modelo 2
Tech	0.161 (0.672)	0.161 (0.289)
Global	0.009 (0.971)	0.009 (0.962)
Productividad	0.095*** (0.000)	0.095*** (0.000)
Interpag	0.652*** (0.000)	0.653* (0.047)
Af	0.050*** (0.000)	0.051 (0.227)
Ingfin	-0.486* (0.036)	-0.486 (0.17)
Divpag	0.093* (0.015)	0.093* (0.049)
_cons	-0.483 (0.011)	-0.115 (0.03)

Errores estándar entre paréntesis

\*  $p < 0.1$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$

(1) Efectos fijos

(2) Efectos fijos con errores estándar Driscoll-Kraay

**Cuadro 3.8 Resultados de regresión ecuación II**

Variable	Coef_Modelo 1	Coef_Modelo 2
Tech	-0.079 (0.142)	-0.079 (0.137)
Global	0.086* (0.017)	0.0864** (0.002)
Productividad	0.001 (0.078)	0.013 (0.391)
Interpag	0.2809*** (0.000)	0.281*** (0.000)
Af	0.0083*** (0.000)	0.0084 (0.158)
Ingfin	-0.090** (0.006)	-0.901 (0.199)
Divpag	-0.0755 (0.197)	-0.007 (0.224)
_cons	-0.0755 (0.005)	-0.072 (0.007)

Errores estándar entre paréntesis

\*  $p < 0.1$ , \*\*  $p < 0.05$ , \*\*\*  $p < 0.01$

(1) Efectos fijos

(2) Efectos fijos con errores estándar Driscoll-Kraay

Los resultados de las regresiones de efectos fijos con errores estándar de Driscoll-Kraay para el período 2003-2018 muestran que, contrario a lo esperado, los intereses y los dividendos pagos tienen un efecto positivo o marginalmente positivo sobre la intensidad salarial respecto del capital productivo. Esto podría indicar, por un lado, que las firmas operan en entornos menos competitivos y con mayor poder de mercado. En tales contextos, los mayores pagos financieros pueden trasladarse a los precios mediante mayores márgenes (*mark-ups*), lo cual resulta consistente con la estructura concentrada y conglomerada que caracteriza a buena parte de las economías de la región. Por su parte, el signo estadísticamente positivo y significativo

del pago de intereses puede estar indicando que al menos una parte del endeudamiento se destina a financiar inversiones productivas.

En lo que respecta al conjunto de variables estándar, el cambio tecnológico y la globalización no muestran efectos significativos en la intensidad salarial. En cuanto a la productividad, ésta tiene un efecto positivo y significativo, lo que indica que las ganancias de eficiencia se distribuyen, al menos parcialmente, entre los trabajadores, y que esto no es netamente desplazado por un incremento del capital productivo.

Por su parte, el modelo para directivos presenta un menor grado de ajuste que el de intensidad salarial. En cuanto a las variables de financierización, las mismas resultan no significativas. El pago de intereses, por su parte, tiene un efecto positivo y significativo, lo cual respalda la hipótesis de que, en escenarios de mayor apalancamiento, los directivos reciben mayores compensaciones, ya sea por su gestión o como mecanismo de incentivos. La intensidad de la remuneración a los directivos es asimismo explicada por la inserción en los mercados internacionales, cuyo signo positivo indica una compensación ligada al desempeño exportador, el cual no es completamente desplazado por una expansión del capital productivo.

En los cuadros 3.9 a 3.12 se presentan los resultados de las estimaciones por tamaño de firma y sector económico, realizadas para el subperíodo 2008-2018. En relación con el primer modelo, los ingresos financieros muestran un efecto negativo únicamente en las firmas medianas, lo que podría estar dando cuenta de cierta orientación del capital hacia usos no productivos. En cuanto al pago de dividendos, la variable no resulta significativa en ninguno de los casos, mientras que la acumulación de activos financieros aparece asociada a un aumento de  $W/K$  en las firmas pequeñas y medianas. En el caso de las primeras, estos resultados se hallan en línea con la literatura; en las firmas medianas, en cambio, la evidencia podría sugerir la existencia de estrategias híbridas, en las que la expansión financiera no sustituye completamente a la inversión real.

Por su parte, la productividad mantiene un efecto positivo y significativo sobre  $W/K$  en todos los tamaños de firma, lo que indica que el capital productivo sigue siendo un soporte de los ingresos laborales, incluso en contextos de financierización. En cuanto al pago de intereses, al clasificar las firmas por tamaño se observa que este canal no opera de manera homogénea: el efecto es positivo y significativo únicamente en el caso de las firmas medianas y grandes. Esto

podría indicar que al menos parte de la deuda se destina a fines productivos o, alternativamente, que los mayores costos financieros son trasladados a los precios mediante mayores márgenes (*mark-ups*), dada la mayor capacidad de mercado de este tipo de firmas.

Por su parte, los resultados de las estimaciones del modelo 2 indican que la financierización se expresa a través de distintos canales dependiendo el tamaño de la firma. Mientras que los ingresos financieros constituyen el canal más relevante en términos estadísticos -aunque con un efecto marginal- en las firmas grandes, en las firmas pequeñas y medianas dicho fenómeno se expresa a través de la acumulación de activos financieros. En el caso específico de las firmas pequeñas, los resultados muestran además un efecto negativo del pago de dividendos sobre la variable dependiente. Esto último podría estar explicado por las mayores restricciones financieras que enfrentan en comparación con firmas de mayor tamaño, lo cual puede limitar la retención de utilidades y, en consecuencia, restringir el margen para la expansión de la compensación ejecutiva.

Los resultados también muestran un signo positivo y significativo del pago de intereses en todos los casos. Esto evidencia la robustez de la compensación de los altos ejecutivos, ya sea como reconocimiento por la gestión de riesgos financieros o como incentivo para alinear la toma de decisiones. Por otra parte, la productividad también refuerza la posición distributiva de la alta gerencia en las firmas pequeñas y medianas.

**Cuadro 3.9 Resultados de regresiones por tamaño de firma ecuación I**

Variable	Pequeñas	Medianas	Grandes
Tech	2.285 (0.162)	0.180 (0.728)	0.877 (0.064)
Global	0.411 (0.825)	0.581 (0.236)	-0.308 (0.356)
Productividad	0.125*** (0.000)	0.079*** (0.000)	0.094*** (0.000)
Interpag	-0.165 (0.757)	1.063** (0.005)	1.123* (0.028)

Af	0.324* (0.033)	0.220*** (0.000)	-0.010 (0.265)
Ingfin	-2.399 (0.396)	-0.600* (0.050)	0.173 (0.748)
Divpag	-0.058 (0.902)	-0.077 (0.275)	0.045 (0.502)

**Cuadro 3.10 Resultados de regresiones por tamaño de firma ecuación II**

Variable	Pequeñas	Medianas	Grandes
Tech	0.1182 (0.219)	-0.0108* (0.05)	-0.160 (0.202)
Global	0.1073 (0.088)	0.035 (0.624)	0.05 (0.714)
Productividad	0.004** (0.001)	0.001** (0.005)	0.006 (0.104)
Interpag	0.024** (0.001)	0.032* (0.058)	0.4216** (0.003)
Af	0.027*** (0.000)	0.006** (0.002)	-0.001 (0.386)
Ingfin	-0.049 (0.349)	0.005 (0.377)	0.6242* (0.059)
Divpag	-0.306** (0.002)	0.004 (0.099)	-0.028 (0.348)
Observaciones	70	294	212

En las estimaciones por actividad económica para la ecuación I, el sector Construcción fue excluido de las salidas dado que la regresión correspondiente presentó errores estándar y p-valores indefinidos, producto de la escasa cantidad de observaciones (20 en total, distribuidas en solo 5 firmas), lo que resultó en colinealidad perfecta con los efectos fijos. Por lo tanto, el modelo no pudo estimar la varianza de los errores residuales ni calcular estadísticos de prueba válidos.

Algo similar ocurrió en el Modelo II con la categoría Salud, Recreación e Inmobiliarios. La escasa cantidad de observaciones, -18 en total, distribuidas en 4 firmas- generó un sobreajuste en la estimación, y la poca variación temporal dentro de cada firma problemas de colinealidad perfecta. Por lo tanto, esta categoría se omite en el cuadro 3.12.

En cuanto a los resultados, la desagregación por sector arroja evidencias interesantes. Uno de los hallazgos más notables es el del sector Manufacturas. Mientras que el pago de dividendos reduce la intensidad salarial respecto del capital productivo, la acumulación de activos financieros incrementa la remuneración a directivos, lo cual sugiere una reconfiguración de la asignación del excedente en detrimento del componente laboral a través de distintos canales dependiendo la posición dentro de la empresa. Dichas evidencias resultan muy relevantes considerando la importancia del sector en materia de creación de empleo.

En sectores regulados y capital-intensivos, tales como Transporte, Comunicaciones, Electricidad, Gas y Servicios Sanitarios, los ingresos financieros elevan la remuneración directiva respecto del capital. Sin embargo, tanto en este sector como en Actividades Primarias, los ingresos financieros también se asocian positivamente con la intensidad salarial. Algo similar ocurre en el sector Manufacturas, en el que la acumulación de activos financieros tiene un impacto positivo en la participación de la remuneración al trabajo. Esto sugiere -la coexistencia y no el desplazamiento lineal- de lógicas productivas y financieras.

En el sector Comercio, la acumulación de activos financieros exhibe un coeficiente positivo y estadísticamente significativo sobre la intensidad salarial respecto del capital productivo. Este resultado puede vincularse con la menor intensidad de capital fijo característica de este sector. En este contexto, la acumulación de activos financieros puede responder más a estrategias de gestión de liquidez o a la administración de excedentes temporales que a procesos de sustitución de inversión productiva. Como resultado, la masa salarial puede mantener un peso relativamente elevado respecto del capital productivo, lo que se traduce en un aumento de la intensidad salarial en relación con el capital.

Por último, los resultados muestran que los pagos de dividendos en el sector Actividades Primarias se asocian positivamente con la intensidad de la remuneración directiva. Este hallazgo sugiere que, en dicho sector, el canal de creación de valor para el accionista se

encuentra particularmente consolidado. En este contexto, mayores niveles de *payout* parecen estar vinculados a esquemas de compensación más sensibles al desempeño financiero y al retorno para el accionista, en línea con la literatura sobre *shareholder value orientation*.

**Cuadro 3.11 Resultados de regresiones por actividad económica ecuación I**

Variable	Actividades Primarias	Manufacturas	Servicios de transporte, Comunicaciones, Electricidad, Gas y Servicios Sanitarios	Comercio	Salud, Recreación e Inmobiliarios
Tech	-0.533** (0.004)	0.324 (0.311)	0.960 (0.062)	-0.547 (0.107)	0.702 (0.791)
Global	0.116** (0.004)	-0.669*** (0.000)	0.188 (0.347)	0.326 (0.071)	338.284* (0.036)
Productividad	0.021** (0.002)	0.069*** (0.000)	0.037*** (0.000)	0.079*** (0.000)	0.143 (0.107)
Interpag	-0.332 (0.134)	1.280 (0.214)	2.039*** (0.000)	0.706*** (0.000)	3.212 (0.347)
Af	-0.007 (0.764)	0.276*** (0.000)	-0.005 (0.279)	0.060** (0.006)	0.374 (0.442)
Ingfin	1.521* (0.048)	-0.581 (0.387)	2.530** (0.005)	0.308 (0.280)	-16.434 (0.190)
Divpag	0.061 (0.089)	-0.225* (0.010)	-0.072 (0.448)	0.062 (0.355)	0.114 (0.782)
Observaciones	20	276	141	67	38

**Cuadro 3.12 Resultados de regresiones por tipo de actividad ecuación II**

Variable	Actividades Primarias	Manufacturas	Servicios de transporte, Comunicaciones, Electricidad, Gas y Servicios Sanitarios	Comercio
Tech	-0.025* (0.041)	-0.026 (0.094)	0.316* (0.045)	-0.716 (0.130)
Global	0.003* (0.046)	-0.007 (0.237)	0.068 (0.298)	-0.065 (0.482)

Productividad	0.001*** (0.000)	0.002** (0.001)	0.001 (0.716)	0.004 (0.377)
Interpag	-0.008 (0.181)	0.035** (0.214)	0.4864*** (0.000)	-0.008 (0.931)
Af	0.002 (0.404)	0.006* (0.021)	0.001 (0.662)	0.003 (0.770)
Ingfin	-0.055* (0.037)	0.019 (0.548)	0.8921* (0.027)	-0.057 (0.378)
Divpag	0.002** (0.002)	0.002 (0.321)	-0.056 (0.109)	0.027 (0.242)
Observaciones	42	272	155	67

#### ***3.4.4 Conclusiones parciales***

Los tests para el canal de la financierización tradicional permiten entender a la financierización como un fenómeno complejo y heterogéneo, el cual se manifiesta de forma diferenciada según el tamaño de la firma y el sector de actividad.

En primer lugar, los resultados de las estimaciones generales no evidencian un desplazamiento mecánico y generalizado del trabajo asociado a la financierización. Las variables financieras activas e ingresos financieros no muestran efectos robustos sobre la remuneración del trabajo, mientras que los efectos positivos de los intereses y dividendos pagos pueden estar explicados por la estructura de propiedad concentrada y articulada en grupos económicos que caracteriza a la región y, por lo tanto, su capacidad para absorber los costos financieros.

En cuanto a las estimaciones generales de la ecuación 2, la globalización y los compromisos financieros reconfiguran principalmente la remuneración de la alta dirección, mientras que, similar a lo que ocurre con el trabajo, las variables de financierización no muestran efectos significativos. En este sentido, los hallazgos indican que los mecanismos de desempeño e incentivos juegan un papel destacado en la determinación de las remuneraciones de la dirección ejecutiva.

De esta manera, los hallazgos alentaron la incorporación de heterogeneidad por tamaño de firma y sector de actividad, mediante estimaciones separadas para cada grupo con el objetivo

de identificar posibles dinámicas diferenciales. Los resultados por tamaño de firma confirman que la financierización no provoca un desplazamiento agregado de la compensación salarial ni de la remuneración directiva en relación al capital productivo, sino que, por el contrario, reconfigura la distribución interna de las firmas de manera heterogénea. Mientras que en las firmas medianas los ingresos financieros constituyen el único canal de la financierización con significatividad estadística para explicar la caída en la intensidad salarial, la acumulación de activos financieros opera en sentido contrario. Por lo tanto, esto sugiere la co-existencia -y no el desplazamiento lineal- de lógicas productivas y financieras.

En cuanto a la remuneración a directivos en relación con el capital productivo, los ingresos financieros resultan estadísticamente significativos únicamente en las firmas grandes. El signo positivo de su coeficiente sugiere que este canal contribuye a la expansión de la remuneración en este grupo de empresas. En cambio, en las firmas pequeñas y medianas, el efecto positivo y significativo se observa en la acumulación de activos financieros.

Por su parte, los resultados por actividad también permiten identificar cierta heterogeneidad. Uno de los casos más paradigmáticos y significativos por su rol en la generación de empleo lo constituye el sector manufacturas. Lo que se observa en dicho sector es un cambio en la orientación distributiva a favor de la alta dirección mediante un doble mecanismo. Por un lado, la contracción de la intensidad salarial respecto del capital productivo asociado al pago de dividendos puede estar evidenciando el cumplimiento de la teoría kaleckiana de la distribución. Por otro lado, una mayor acumulación de activos financieros -indicativa de una orientación más marcada hacia la valorización financiera-, se vincula positiva y significativamente con la intensidad de la remuneración a directivos respecto del capital productivo. En conjunto, estos resultados sugieren que, en manufacturas, la financierización no solo afecta la posición relativa del trabajo, sino que también refuerza la posición distributiva de la alta gerencia dentro de la estructura de acumulación de la firma.

Por su parte, en este mismo sector, la acumulación de activos financieros tiene un impacto positivo en la participación de la remuneración al trabajo. Este resultado podría indicar que, en el caso de las manufacturas, la colocación de recursos en activos financieros- particularmente de corto plazo- responde a fines de gestión de liquidez asociados a la inversión productiva más que a una estrategia de valorización en sentido estricto. Un efecto significativo

similar es observado en el sector Comercio, cuyo resultado también podría estar explicado por la menor intensidad de capital fijo característica del sector.

Finalmente, en el sector Actividades Primarias la financierización se expresa a través de la creación de valor para el accionista. El signo positivo y estadísticamente significativo del pago de dividendos sugiere la existencia de mecanismos de alineación de incentivos entre los accionistas y la alta dirección. Los hallazgos cuantitativos de las estimaciones de los modelos 1 y 1 dan cuenta, de esta manera, de la forma diversa en la que operan los distintos mecanismos dependiendo el tamaño de la firma y el régimen sectorial.

### **3.5 El canal del endeudamiento**

A lo largo de esta sección se pone a prueba el marco analítico presentado en el capítulo 1 sobre endeudamiento corporativo y distribución del ingreso. Con este objetivo, se desarrollan dos modelos econométricos que buscan analizar las implicancias distributivas asociadas a los potenciales riesgos a nivel firma derivados de la participación activa de las corporaciones no financieras en los mercados internacionales de deuda.

El estudio utiliza la misma muestra de firmas no financieras que cotizan en los mercados de valores de Argentina, Chile y México presentada en la sección anterior, la cual se cotejó manualmente con los datos de emisiones de deuda de Bloomberg, de donde se extrajo dicha información, con el fin de asegurar la correspondencia en el listado de firmas. Las emisiones se clasificaron por tipo de moneda (moneda local, dólares y otras divisas extranjeras) y se cuantificó el número total de emisiones realizadas por cada firma a lo largo del período. Este abordaje permite un análisis comparativo entre las firmas de los tres países, como así también su estimación de manera conjunta.

En general, los trabajos sobre emisiones internacionales de deuda, como los de Bruno y Shin (2015), Abraham, Cortina y Schmukler (2021) y Calomiris, Larrain, Schmukler, y Williams (2022) se han enfocado en los efectos de la liquidez global y la vulnerabilidad financiera. El marco analítico aquí propuesto aporta una perspectiva original al ampliar la teoría de los intermediarios sustitutos para examinar cómo la deuda corporativa en los mercados internacionales afecta no solo la estabilidad financiera de las empresas, sino también la distribución de ingresos al interior de la firma.

La identificación de riesgos específicos tales como el sobreendeudamiento, el refinanciamiento y los descalces de moneda, y su relación con la capacidad de las empresas para sostener la remuneración de sus empleados<sup>37</sup>, aporta un análisis diferenciado en la literatura, donde tales vulnerabilidades se han explorado más frecuentemente desde la perspectiva de la sostenibilidad financiera de la firma y sus implicancias productivas. Además, tal como se verá a continuación, se incluye una clasificación por tamaño de empresa, que aporta un matiz adicional a los efectos de la deuda, los cuales se propagan de forma diferenciada según el acceso a los mercados de capitales y la capacidad de gestionar riesgos.

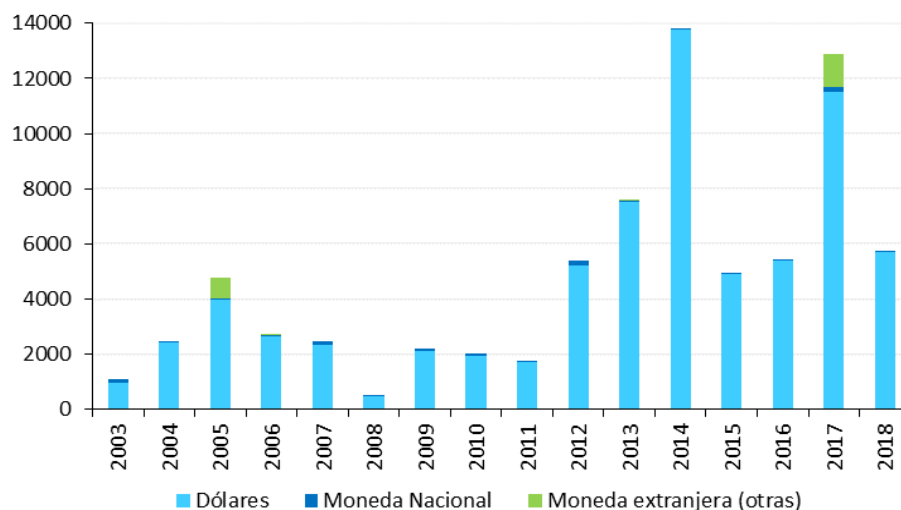
### ***3.5.1 Evidencia descriptiva***

Similar a lo observado en el capítulo 1 para el conjunto de corporaciones no financieras de América Latina, las emisiones de deuda en moneda extranjera de las firmas listadas en las bolsas de valores Argentina, Chile y México se incrementaron significativamente en conjunto en el período posterior a la Crisis Financiera. El gráfico 3.8 muestra que, entre 2003 y 2018, las firmas bajo estudio emitieron deuda por un total de 75.818 millones de dólares, del cual casi el 96 % correspondió a emisiones en dólares, el 2,65% a otro tipo de divisas y solo el 1,4% a emisiones en moneda local. Más específicamente, entre 2012 y 2018, durante la segunda fase de liquidez global, las emisiones en dólares de los tres países en conjunto aumentaron un 271% en promedio en comparación con el período 2003- 2011.

---

<sup>37</sup> En el capítulo siguiente se tratarán cuestiones en relación con el nivel y la calidad del empleo.

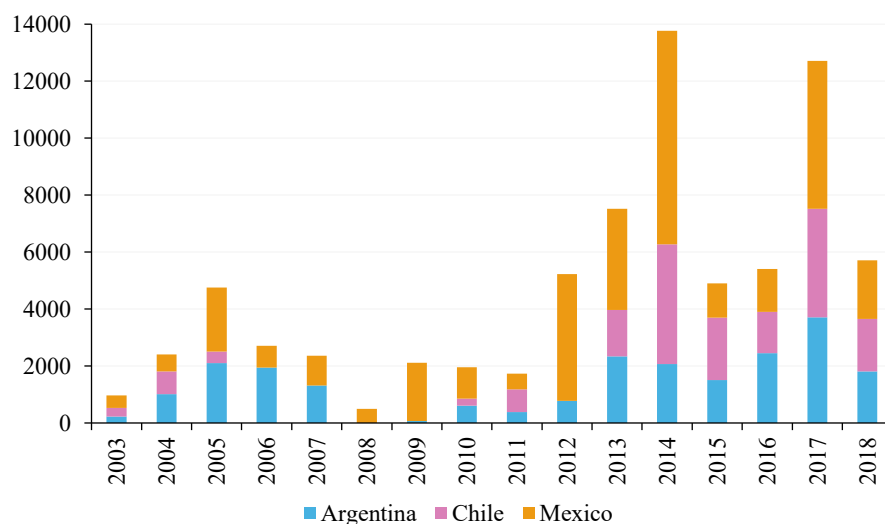
**Gráfico 3.8 Flujo total de deuda corporativa, Argentina, México y Chile, 2003-2018**



Fuente: elaboración propia en base a Bloomberg

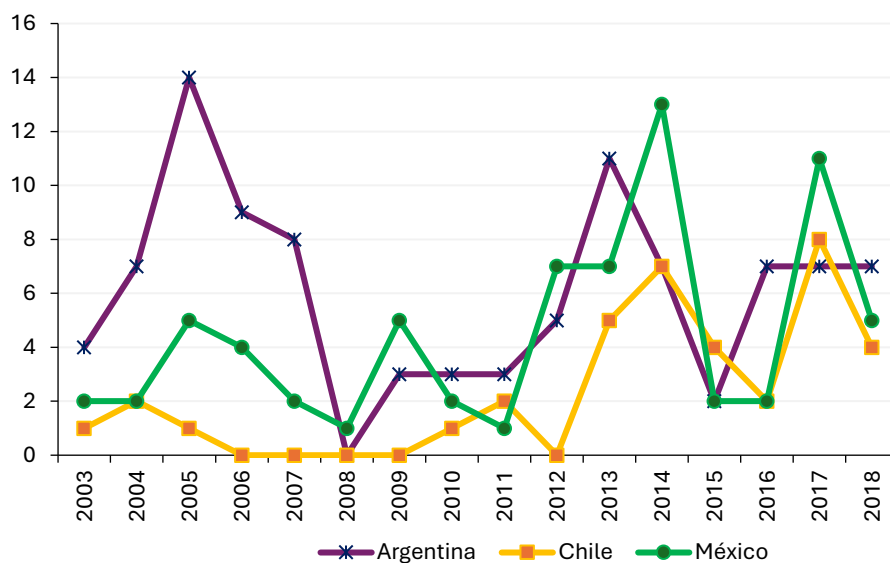
Al analizar los datos por país, las empresas listadas en México lideraron los montos totales emitidos, concentrando el 46,5% de las emisiones en moneda extranjera a lo largo del período. Tal como se observa en el gráfico 3.9, le siguieron las firmas que cotizan en la bolsa de valores de Argentina (29,9%) y Chile (23,6%), respectivamente. En cuanto al número de emisiones anuales, el gráfico 3.10 muestra que Argentina encabezó el total acumulado, con 97 emisiones. Por su parte, las empresas mexicanas mostraron un comportamiento más estable, con 71 emisiones durante el período, mientras que las firmas chilenas registraron niveles más bajos y esporádicos, con 37 emisiones en total y un aumento relativo hacia el final del período.

**Gráfico 3.9 Flujo de deuda corporativa en moneda extranjera por país (millones de dólares), 2003-2018**



Fuente: elaboración propia en base a Bloomberg

**Gráfico 3.10 Número anual de emisiones de deuda corporativa en moneda extranjera, Argentina, México y Chile, 2003-2018**



Fuente: elaboración propia en base a Bloomberg

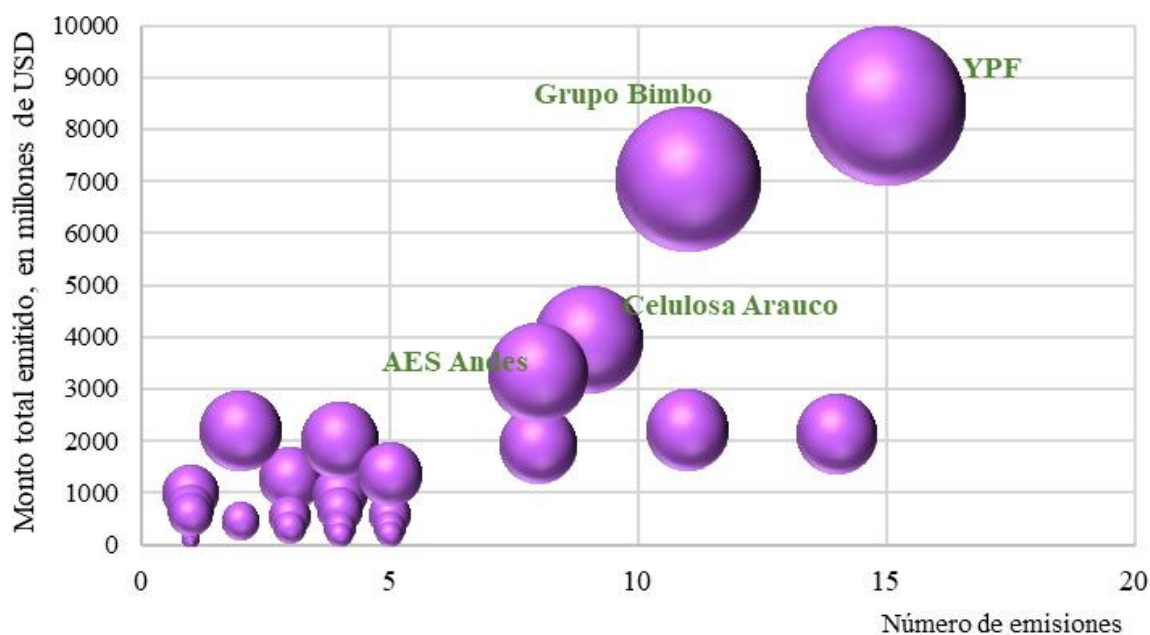
El gráfico 3.11 proporciona una representación visual de las firmas más significativas en términos de montos de deuda en dólares y cantidad de emisiones, donde cada burbuja corresponde a una firma. El tamaño de las burbujas es proporcional al flujo total de deuda, lo que permite identificar fácilmente aquellas firmas que han generado los mayores flujos de financiamiento durante el período. A su vez, la ubicación de las burbujas a lo largo del eje de abscisas da cuenta del número total de emisiones -cuánto más a la derecha, mayor número de emisiones. Por lo tanto, el gráfico revela distintos patrones en las estrategias de financiamiento, en la medida en que las firmas con mayor cantidad de emisiones no necesariamente corresponden a las de mayor flujo de deuda, y viceversa.

Puede observarse que YPF, Grupo Bimbo, Celulosa Arauco y AES Andes son las firmas que combinan grandes montos emitidos junto a una mayor frecuencia relativa en la recurrencia al mercado de deuda. Siguiendo el criterio clasificatorio adoptado en la sección 3.3 (véase cuadro 3.1), los sectores más representados en este análisis incluyen Actividades Primarias -YPF, grupo 13 del código SIC-; Manufacturas -Grupo Bimbo y Celulosa Arauco, correspondientes a los códigos SIC 20 y 26, respectivamente-; y Servicios de transporte, Comunicaciones, Electricidad, Gas y Servicios Sanitarios -AES Andes, clasificada en el código SIC 49 a dos dígitos-.<sup>38</sup>

### **Gráfico 3.11 Relación entre el monto total de deuda emitida y el número de emisiones, Argentina, México y Chile, 2003-2018**

---

<sup>38</sup> En el cuadro anexo 3.5A puede encontrarse un listado de las diez principales firmas y la cantidad de emisiones realizadas, en orden decreciente por monto de emisión.

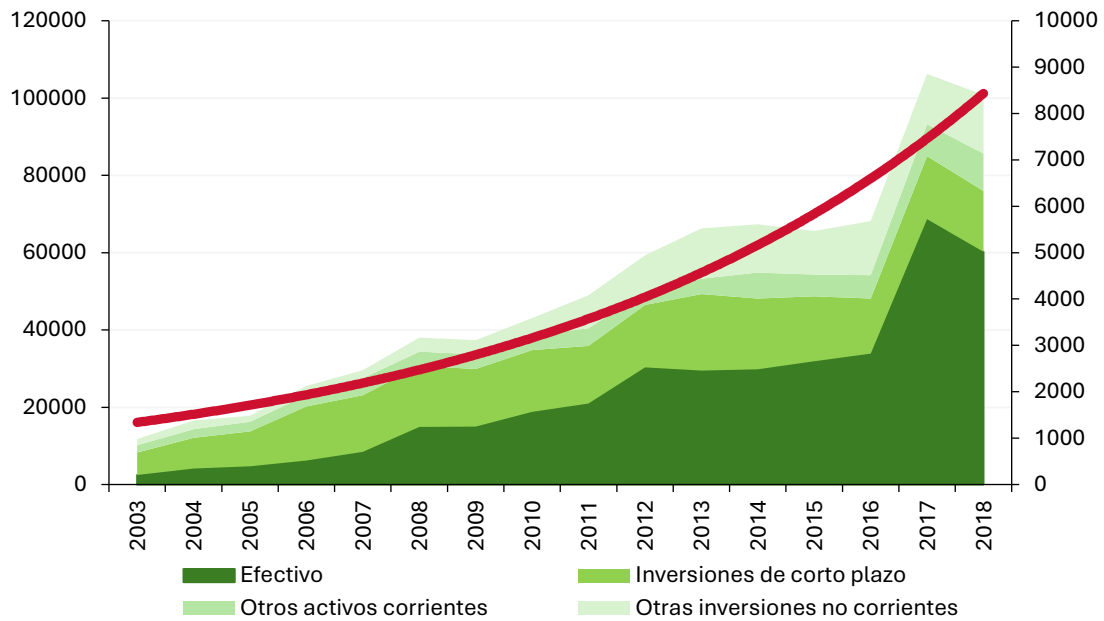


Fuente: elaboración propia en base a Bloomberg

Tras examinar el comportamiento de la deuda corporativa, su denominación y algunas especificidades por país, a continuación, se analizan los riesgos específicos a nivel firma detallados en el capítulo 1.

El gráfico 3.12 muestra un aumento significativo de la tenencia de efectivo y de instrumentos financieros a corto plazo por parte de las firmas, el cual coincide con un incremento de la emisión de deuda en moneda extranjera. Dicha evidencia permite suponer que las empresas de la muestra se han comportado como intermediarios sustitutos, aprovechando el escenario internacional favorable para acumular activos líquidos.

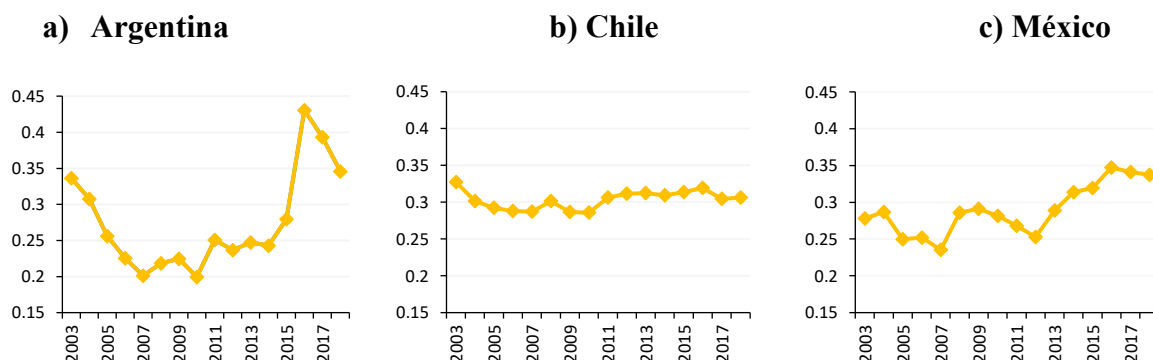
**Gráfico 3.12 Activos financieros según composición y deuda en moneda extranjera (función exponencial, eje derecho), Argentina, Chile y México, en millones de dólares, 2003-2018**



Fuente: elaboración propia y Bloomberg

El gráfico 3.13 muestra el ratio deuda total/total de activos como medida de apalancamiento. En este trabajo no se define un umbral normativo de sobreendeudamiento, en la medida en que el análisis se centra en la dinámica del apalancamiento como indicador continuo de presión financiera. En los tres países se observa una expansión del apalancamiento en los años posteriores a la crisis. Entre 2010 y 2016 el ratio se multiplicó 2,26 veces en Argentina, frente a incrementos más moderados en Chile y México -1,12 y 1,23 veces, respectivamente-.

**Gráfico 3.13 Ratio deuda total/total de activos, Argentina, Chile y México 2003-2018**



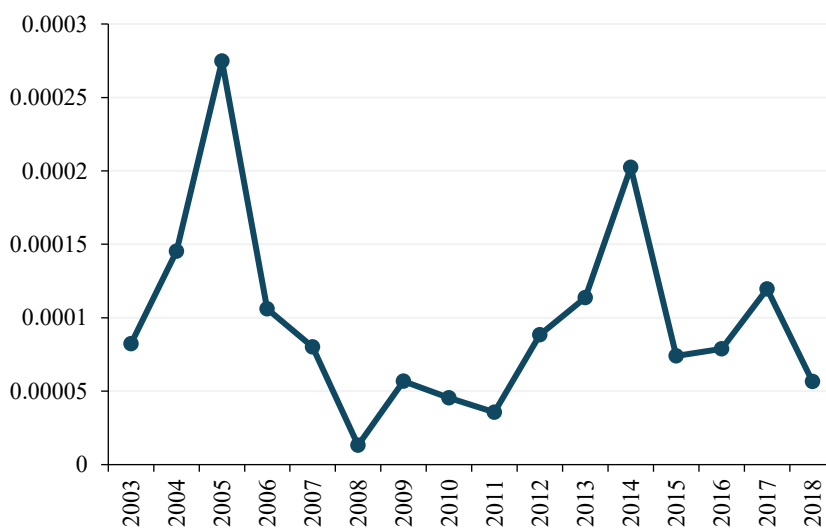
Fuente: elaboración propia en base a Worldscope

Para analizar el riesgo de descalce de monedas, una medida interesante es la relación entre la deuda en dólares y la tenencia de activos en moneda local. Una limitación de los datos es que

no se dispone de información desagregada sobre activos por tipo de moneda. Por lo tanto, se ha decidido utilizar como medida *proxy* el total de activos, reconociendo que esto podría sobrestimar o subestimar el riesgo de descalce, dependiendo de qué proporción real de esos activos se encuentre denominada en moneda extranjera.<sup>39</sup>

El gráfico 3.14 permite observar el comportamiento errático de dicho indicador a lo largo del período. Entre 2003 y 2005 se observa un fuerte aumento con un pico muy marcado en 2005, seguido por una caída pronunciada que se profundiza tras el estallido de la Crisis Financiera, donde alcanza su punto mínimo.<sup>40</sup> Posteriormente, se inicia una recuperación hasta alcanzar un nuevo pico en 2014, mostrando un comportamiento descendente y volátil a partir entonces.

**Gráfico 3.14 Ratio deuda en moneda extranjera/total de activos, Argentina, Chile y México 2003-2018**



Fuente: elaboración propia en base a Bloomberg

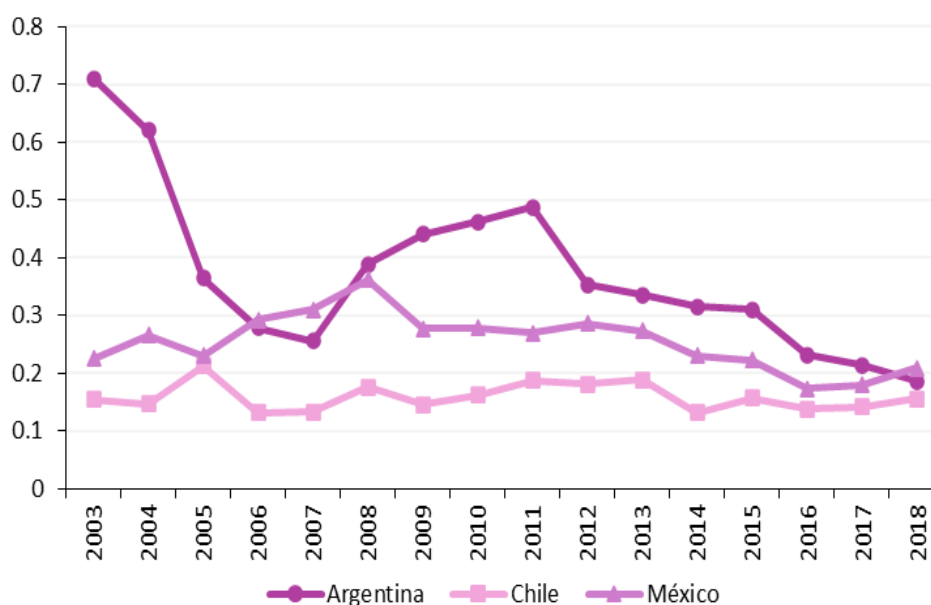
Por último, a continuación, se analiza el riesgo de refinanciamiento. Este indicador es medido como la relación entre la deuda de corto plazo y la deuda total. El gráfico 3.15 permite observar

<sup>39</sup> También podría haberse utilizado los ingresos por ventas en el denominador, pero ello implica realizar supuestos muy amplios sobre la denominación de dichos montos. Varias de las firmas bajo estudio exportan su producción, pero otras tantas están orientadas al mercado interno.

<sup>40</sup> Puede que el escenario macroeconómico argentino juegue algún papel en los valores altos de los primeros años, en la medida en que el riesgo se desploma al mismo tiempo que se inician los procesos de reestructuración de deuda externa en dicho país.

un estancamiento o disminución del ratio a partir de 2011 en los tres casos, lo cual sugiere una tendencia hacia una estructura de deuda menos dependiente del refinanciamiento frecuente.

**Gráfico 3.15 Ratio deuda corto plazo/deuda total, Argentina, Chile y México 2003-2018**



Fuente: elaboración propia en base a Worldscope

A modo de conclusión, el análisis de tendencias muestra que el flujo de deuda en moneda extranjera -mayormente en dólares- en el período posterior a la Crisis Financiera Global experimentó una expansión tal que superó en más de tres veces su nivel inicial. Este financiamiento externo tuvo su correlato en la expansión de activos líquidos -efectivo y otros activos financieros de corto plazo-, lo cual sugiere que las corporaciones no financieras han pasado a cumplir un rol activo como intermediarios financieros sustitutos.

En cuanto a los riesgos específicos señalados a nivel firma derivados de dichas decisiones financieras, el análisis de estas tendencias evidencia comportamientos diferenciados entre los distintos riesgos. Por un lado, se observa una expansión del apalancamiento en los años posteriores a la crisis, aunque con distinta intensidad entre los tres países. En cuanto al riesgo de descalce de monedas, éste exhibe una dinámica volátil a lo largo del período analizado, mientras que los indicadores no sugieren un aumento significativo del riesgo de refinanciamiento tras la crisis.

Estas observaciones agregadas, no obstante, pueden no capturar la totalidad de los efectos subyacentes que inciden en los resultados financieros y distributivos a nivel de firma. La mera observación de tendencias puede ocultar diferencias significativas en cuanto al tamaño de las firmas o su estructura productiva (Bruno y Shin, 2015). Por ejemplo, dependiendo de su tamaño, las firmas experimentan de manera heterogénea los efectos de la emisión de deuda en moneda extranjera y los riesgos asociados al endeudamiento.

En particular, las firmas más grandes tienen acceso a mejores condiciones de refinanciamiento o se hallan más diversificadas, lo que les brinda una mayor capacidad para mitigar, por ejemplo, riesgos de descalce. Del mismo modo, las firmas relativamente más grandes que operan en sectores capital intensivos o comercio exterior se hallan más expuestas a fluctuaciones en los mercados financieros internacionales, y sus decisiones sobre la acumulación de activos financieros podrían diferir considerablemente de las de firmas más pequeñas orientadas a mercados locales (Bruno y Shin, 2015).

Otro punto a considerar es que las decisiones financieras que involucran la emisión de deuda en moneda extranjera pueden variar no sólo en función del entorno macroeconómico y los cambios en el sector de actividad en los que operan a escala internacional, sino también en respuesta a las dinámicas internas de cada firma, tales como sus estrategias de inversión, estructura de gobernanza (Carvalho y Cerejeira, 2017) o su política de distribución de ingresos. Por lo tanto, las prácticas especulativas como el *carry trade*, que podrían estar presentes en algunas de las firmas bajo estudio, pueden tener efectos diferenciados sobre la distribución del ingreso dependiendo de cómo las mismas estructuran su patrimonio.

Por tales motivos, en la sección siguiente se realiza un análisis econométrico con el objetivo de capturar con mayor precisión las dinámicas subyacentes a estas tendencias. La estructura de los modelos, con interacciones y variables de control, permitirá descomponer y analizar de manera más precisa el impacto diferencial que los riesgos identificados tienen sobre la distribución de ingresos dentro de las firmas.

### ***3.5.2 El modelo econométrico***

El presente apartado presenta la estrategia de identificación econométrica con el objetivo de analizar cómo el rol de las firmas como intermediarios financieros sustitutos, así como los

riesgos potenciales asociados a su participación en los mercados internacionales de deuda, afectan la intensidad distributiva del salario y de la remuneración directiva respecto de la base patrimonial de la firma.

La estrategia empírica escogida toma algunas referencias de la literatura sobre deuda corporativa. No obstante, mientras que estos trabajos estudian los determinantes y propósitos de la emisión (Bruno y Shin, 2015; Kim y Weisbach, 2005), así como las condiciones, los arreglos institucionales y los actores que lo favorecen (Calomiris, Larrain, Schmukler y Williams, 2019; Erel, Brandon, Woojin, y Weisbach, 2012), los análisis presentados a continuación ofrecen un enfoque novedoso al analizar cómo las prácticas y los riesgos derivados operan como canales indirectos de transmisión hacia la distribución del ingreso.

Con este propósito, se utilizarán como variables dependientes la masa salarial y la remuneración a directivos. Siguiendo una práctica común en la literatura de finanzas corporativas, la mayoría de las variables se normalizan por el total de activos con el fin de controlar por diferencias de escala entre firmas (Bruno y Shin, 2015; Kim y Weisbach, 2005). De esta manera, el análisis de distribución funcional no se realiza en el sentido contable clásico, sino en términos de la reconfiguración distributiva en relación con la estructura patrimonial de la firma.

En particular, las variables dependientes corresponden a la masa salarial respecto del total de activos ( $W/TA$ ) y la remuneración a directivos respecto del total de activos ( $Rem_{dir}/TA$ ). Como variables explicativas se incluyen los riesgos analizados en la evidencia descriptiva. El apalancamiento es medido como el ratio entre la deuda total y el total de activos ( $Deuda_{total}/TA$ ). El riesgo de descalce se expresa como la relación entre la deuda en moneda extranjera y el total de activos ( $Deuda_{ext}/TA$ ), mientras que el riesgo de refinanciamiento se define como el cociente entre la deuda de corto plazo y la deuda total ( $Deuda_{cp}/Deuda_{total}$ ).

El análisis incorpora, además, un indicador de posición financiera externa que combina la tenencia de activos financieros de corto plazo con la deuda externa ( $AF_{CP} * Deuda_{ext}$ ). Este indicador se inspira en la literatura que enfatiza el papel de los intermediarios sustitutos en la transmisión del ciclo financiero global (Rey, 2013; Bruno y Shin, 2015).

El modelo incluye asimismo una distinción del endeudamiento en moneda local ( $Deuda_{local}/TA$ ) (Zeolla, 2021), la cual permite controlar por la estructura doméstica de financiamiento y distinguir el efecto específico de la exposición externa, aunque también posee contenido económico propio. Como variables de control se consideran los ingresos operativos ( $Y_{Oper}/TA$ ), que permite controlar la contribución de las actividades productivas de la empresa en la distribución de los ingresos, aislando los efectos de los factores financieros y de apalancamiento. También se incorporan los beneficios financieros ( $Benef_{fin}/TA$ ) con el fin de aislar el efecto neto de la rentabilidad financiera efectiva, así como el nivel de activos financieros del período pasado ( $AF_{t-1}/TA$ ), con el fin de capturar la persistencia en la acumulación financiera y diferenciar la base estructural de la firma de las variaciones del período  $t$  en su posicionamiento financiero externo. En el anexo (cuadro 3.1A) se presentan las variables listadas, fuente de origen y su respectivo símbolo (en caso de ser obtenida de una base comercial).

Asimismo, se incorporan ventanas de tiempo  $t+1$  y  $t+2$  con el fin de capturar los usos de la deuda externa en períodos posteriores a la emisión  $\gamma_2'$  y  $\gamma_2''$ . Lo mismo se realiza con el indicador de posición financiera externa  $\gamma_4'$  y  $\gamma_4''$ , con el propósito de estimar los efectos diferidos de las emisiones, bajo el supuesto de que los recursos obtenidos pueden permanecer temporalmente inmovilizados como efectivo o activos líquidos antes de su utilización. Por último, las variables se expresan en logaritmos para mitigar la influencia de *outliers* y la asimetría de las variables financieras (Kim y Weisbach, 2005).

### Ecuación III

$$\begin{aligned}
 \ln \left( 1 + \frac{W}{TA} \right)_{iqt} &= \gamma_0 + \gamma_1 \ln \left( 1 + \frac{Deuda_{total}}{TA} \right)_{iqt} + \gamma_2 \ln \left( 1 + \frac{Deuda_{ext}}{TA} \right)_{iqt} \\
 &+ \gamma_2' \ln \left( 1 + \frac{Deuda_{ext}}{TA} \right)_{iq(t+1)} + \gamma_2'' \ln \left( 1 + \frac{Deuda_{ext}}{TA} \right)_{iq(t+2)} \\
 &+ \gamma_3 \ln \left( 1 + \frac{Deuda_{cp}}{Deuda_{total}} \right)_{iqt} + \gamma_4 \ln \left( 1 + \frac{AF_{CP} * Deuda_{ext}}{TA} \right)_{iqt} \\
 &+ \gamma_4' \ln \left( 1 + \frac{AF_{CP} * Deuda_{ext}}{TA} \right)_{iq(t+1)} \\
 &+ \gamma_4'' \ln \left( 1 + \frac{AF_{CP} * Deuda_{ext}}{TA} \right)_{iq(t+2)} + \gamma_5 \ln \left( 1 + \frac{Deuda_{local}}{TA} \right)_{iqt} \\
 &+ \gamma_6 \ln \left( 1 + \frac{Y_{oper}}{TA} \right)_{iqt} + \gamma_7 \ln \left( 1 + \frac{Benef_{finan}}{TA} \right)_{iqt} + \gamma_8 \ln \left( 1 + \frac{AF}{TA} \right)_{iq(t-1)} \\
 &+ \varepsilon_{iqt}
 \end{aligned}$$

### Ecuación IV

$$\begin{aligned}
 \ln \left( 1 + \frac{Rem_{dir}}{TA} \right)_{iqt} &= \theta_0 + \theta_1 \ln \left( 1 + \frac{Deuda_{total}}{TA} \right)_{iqt} + \theta_2 \ln \left( 1 + \frac{Deuda_{ext}}{TA} \right)_{iqt} \\
 &+ \theta_2' \ln \left( 1 + \frac{Deuda_{ext}}{TA} \right)_{iq(t+1)} + \theta_2'' \ln \left( 1 + \frac{Deuda_{ext}}{TA} \right)_{iq(t+2)} \\
 &+ \theta_3 \ln \left( 1 + \frac{Deuda_{cp}}{Deuda_{total}} \right)_{iqt} + \theta_4 \ln \left( 1 + \frac{AF_{CP} * Deuda_{ext}}{TA} \right)_{iqt} \\
 &+ \theta_4' \ln \left( 1 + \frac{AF_{CP} * Deuda_{ext}}{TA} \right)_{iqt} + \theta_4'' \ln \left( 1 + \frac{AF_{CP} * Deuda_{ext}}{TA} \right)_{iqt} \\
 &+ \theta_5 \ln \left( 1 + \frac{Deuda_{local}}{TA} \right)_{iqt} + \theta_6 \ln \left( 1 + \frac{Y_{oper}}{TA} \right)_{iqt} \\
 &+ \theta_7 \ln \left( 1 + \frac{Benef_{finan}}{TA} \right)_{iqt} + \theta_8 \ln \left( 1 + \frac{AF}{TA} \right)_{iq(t-1)} + \varepsilon_{iqt}
 \end{aligned}$$

Donde  $W$ = salarios;  $Rem_{dir}$ = Remuneraciones a directivos;  $Deuda_{total}$ =deuda total (corto plazo + largo plazo);  $Deuda_{ext}$ =deuda en moneda extranjera;  $Deuda_{local}$ = deuda en moneda

local;  $Deudacp$ = deuda corto plazo;  $AFcp$ = activos financieros de corto plazo (efectivo +inversiones de corto plazo);  $Yoper$ = ingresos operativos;  $Beneficiofin$ = beneficios financieros;  $AF(t-1)$ =activos financieros del periodo anterior;  $TA$ = total activos;  $i$ =firma;  $q$ =país;  $t$  = año

Al testear el modelo, se esperan obtener las siguientes relaciones causales:

Ecuación III:  $\gamma_1 < 0, \gamma_2 < 0, \gamma_3 > 0, \gamma_4 < 0, \gamma_5 < 0, \gamma_6 > 0, \gamma_7 < 0, \gamma_8 < 0$

Ecuación IV:  $\theta_1 > 0, \theta_2 > 0, \theta_3 > 0, \theta_4 > 0, \theta_5 > 0, \theta_6 > 0, \theta_7 > 0, \theta_8 > 0$

$\gamma_1$  El deterioro de la situación financiera puede afectar la capacidad de las firmas para operar y expandirse. El mayor pago de intereses puede restar recursos destinados a la inversión real, a la vez que el mayor perfil de riesgo puede dificultar el acceso a nuevo financiamiento. Incluso, a partir de ciertos niveles de endeudamiento, las restricciones financieras pueden incrementar la necesidad de retener ganancias y acumular liquidez para prevenir episodios de iliquidez o incumplimiento (Pérez Caldentey, Favreau-Negront y Méndez Lobos, 2018).

Asimismo, los escenarios de alto apalancamiento pueden ser utilizados estratégicamente por las empresas como herramienta de negociación contractual. El menor margen financiero altera el poder relativo de negociación a favor del capital (Carvalho & Cerejeira, 2017; Jensen, 1986), actuando como mecanismo disciplinador que tiende a intensificarse en firmas con riesgo de insolvencia (Perotti y Spier, 1993). En línea con la *teoría del stakeholder*, las empresas más comprometidas con sus trabajadores tienden a evitar altos niveles de deuda para preservar la relación laboral, especialmente en industrias intensivas en capital humano (Bae, Kang y Wang, 2011). En tales escenarios, es de esperar que  $\gamma_1$  tenga signo negativo.

No obstante, puede ocurrir que parte de la deuda se destine a la expansión de la actividad productiva, lo cual se traduciría en un incremento tanto del total de activos como del empleo y la masa salarial. Si la expansión productiva presenta un fuerte componente laboral -situación más plausible en sectores intensivos en trabajo- podría esperarse una no significancia en  $t$ , pero efectos positivos y significativos en  $t+1$  o  $t+2$  explicados por los propios rezagos en el nivel de inversión y empleo.

$\theta_1$  Diversa evidencia empírica indica que el apalancamiento ejerce un efecto positivo y estadísticamente significativo sobre la compensación de los CEOs (Chemmanur, Cheng y Zhang, 2013; Harvey y Shrieves, 2014; Liu, Qi y Xie, 2020). En general, los esquemas de compensación con componentes variables -especialmente aquellos basados en acciones u opciones-, pueden incentivar a los ejecutivos a adoptar políticas financieras más agresivas, incluyendo mayores niveles de endeudamiento. Bajo este mecanismo de alineación de incentivos, es de esperar que  $\theta_1$  tenga signo positivo si el incremento de la remuneración a directivos supera la expansión del total de activos.

No obstante, más recientemente, los contratos de compensación ejecutiva han incorporado métricas de desempeño vinculadas a la deuda como una respuesta estratégica a los costos de agencia de la deuda, cuya inclusión dentro de los contratos de compensación puede generar incentivos óptimos de riesgo (*first-best*) (Bolton, Mehran y Shapiro, 2011; Huang, Reeb y Zhao, 2024). En estos casos, puede esperarse que la remuneración a directivos crezca menos que proporcionalmente al total de activos, siendo  $\theta_1$  menor a cero.

Finalmente, si la compensación ejecutiva está determinada principalmente por arreglos contractuales relativamente rígidos o por factores de gobernanza internos -como por ejemplo métricas de estabilidad financiera (Huang, Reeb y Zhao, 2024)-, la sensibilidad de la remuneración al apalancamiento puede ser limitada. En tal caso,  $\theta_1$  podría no resultar estadísticamente significativo (Agha, 2013).

$\gamma_2$  Además de las consecuencias señaladas sobre la capacidad productiva y el salario en escenarios de mayor endeudamiento, el financiamiento con fondos externos presenta desafíos adicionales asociados al descalce de monedas. En muchos casos, al menos una parte de los ingresos provenientes de la actividad principal de la firma se encuentra denominada en una moneda distinta a aquella en la que está contraída la deuda.

Asimismo, este tipo de financiamiento expone a las firmas a vulnerabilidades vinculadas a cambios en el escenario financiero internacional. Una suba de las tasas de interés internacionales puede generar presiones sobre el tipo de cambio local, encareciendo el servicio de la deuda externa pendiente y, al mismo tiempo, forzando a las autoridades monetarias a elevar el costo del financiamiento interno. Además, dada la relación inversa entre tasas de interés y precio de los bonos, un aumento de las tasas reduce el valor de dichos instrumentos

y encarece la emisión de nueva deuda (Pérez Caldentey, Favreau-Negront y Méndez Lobos, 2018).

En este contexto, el riesgo de descalce de monedas puede inducir a las firmas a adoptar estrategias más cautelosas en materia de costos o a acumular liquidez con fines precautorios. Asimismo, ante un *shock* externo adverso, las empresas pueden verse forzadas a ajustar salarios o empleo para sostener su posición financiera. Cualquiera de estos mecanismos implicaría un efecto negativo del endeudamiento externo sobre la intensidad salarial respecto del total de activos.

No obstante, el financiamiento externo también puede destinarse a la expansión de la actividad productiva. En tales casos, el aumento de la deuda externa podría traducirse en una expansión del empleo y de la masa salarial. Sin embargo, dado que los procesos de inversión y ajuste del empleo suelen materializarse con cierto rezago, es posible que estos efectos no se reflejen plenamente en el período corriente. En este sentido, el impacto positivo de la deuda externa podría observarse con mayor claridad en  $t+1$  o  $t+2$ .

En este sentido, si al menos parte de la deuda se utiliza para expandir la capacidad productiva, podría esperarse que  $\gamma_2'$  y  $\gamma_2''$  resulten positivos y eventualmente significativos si dicha ampliación cuenta con un componente laboral considerable. Si, por el contrario, las firmas se comportan como intermediarios sustitutos, de manera que los fondos se destinen a la acumulación de activos financieros de corto plazo y/o operaciones de *carry trade*, es de esperar que  $\gamma_2'$  y  $\gamma_2''$  tengan signos negativos debido a una expansión del balance no acompañada por un crecimiento proporcional de la masa salarial.

$\theta_2$  Tal como se discutió para el coeficiente de deuda general, la literatura ha demostrado que, como mecanismo de alineación de incentivos, los ejecutivos son compensados por los riesgos financieros asociados a un mayor endeudamiento, lo cual se potencia bajo esquemas de compensación basados en acciones u opciones (Sundaram and Yermack, 2007; Krapf y White, 2016).

Sin embargo, en el caso específico del endeudamiento en moneda extranjera, los riesgos adicionales asociados al descalce de monedas y a cambios en las condiciones financieras internacionales pueden incentivar a los acreedores y al directorio a adoptar esquemas de

compensación más prudentes. En este contexto, los contratos de remuneración pueden incorporar restricciones adicionales o una menor sensibilidad al riesgo con el fin de disciplinar conductas excesivamente arriesgadas por parte de la dirección (Harris y Raviv, 1991; Jensen 1986). Como resultado, la remuneración ejecutiva podría crecer menos que proporcionalmente al total de activos, generando un efecto negativo o no significativo del endeudamiento externo sobre la intensidad de la remuneración a directivos.

En cuanto a los efectos de la deuda en  $t+1$  y  $t+2$ , si la deuda es contraída principalmente con fines especulativos y existen incentivos a asumir riesgo,  $\theta_2'$  y  $\theta_2''$  pueden resultar positivos. Un resultado similar podría observarse si la deuda se utiliza para acumular liquidez o activos financieros de corto plazo - ya sea con fines precautorios, de gestión del riesgo o del ciclo financiero-, en cuyo caso los directivos podrían ser compensados por la gestión de los riesgos financieros asociados. No obstante, ambos coeficientes también pueden resultar no significativos si predomina la disciplina financiera y una menor sensibilidad de la compensación ejecutiva al desempeño.

$\gamma_3$  La necesidad de refinanciar la deuda obliga a las firmas a mantener acceso continuo a los mercados financieros para obtener nuevos recursos o, en su defecto, a disponer de liquidez suficiente para cancelar la deuda contraída. Los efectos de esta exposición al refinanciamiento sobre la masa salarial dependerán de los propósitos de la deuda, de las condiciones en que dicha refinanciación pueda realizarse, así como de la escala de la empresa.

Puede esperarse que  $\gamma_3$  tenga signo negativo si un aumento en la exposición al refinanciamiento induce a las firmas a adoptar estrategias más cautelosas en materia de costos con el fin de preservar su posición financiera. En este escenario, el mayor peso de la deuda de corto plazo puede traducirse en ajustes en el empleo o en los salarios, de modo que la masa salarial crezca a un ritmo menor que el total de activos, reduciendo la intensidad salarial respecto del balance de la firma.

Por el contrario, si la escala de la empresa o su acceso a los mercados financieros le permite refinanciar sus compromisos sin comprometer su actividad, o incluso expandirla, el coeficiente podría resultar no significativo o positivo.

$\theta_3$  La exposición al riesgo de refinanciamiento puede tener un efecto positivo sobre la remuneración a directivos si la dirección logra sostener el acceso de la firma a los mercados financieros y refinanciar sus compromisos en condiciones favorables. En estos casos, la gestión financiera de la deuda puede ser recompensada mediante mayores compensaciones ejecutivas, por lo que el signo del coeficiente dependerá de la magnitud relativa de la expansión del total de activos y de la remuneración a directivos.

Sin embargo, cuando la exposición al refinanciamiento es elevada puede operar el canal *del disciplinamiento* señalado para las variables de deuda. Los acreedores y el directorio pueden adoptar esquemas de compensación más prudentes con el fin de limitar incentivos excesivos al riesgo. Bajo este escenario, el coeficiente podría resultar no significativo o negativo.

$\gamma_4$  De acuerdo con la literatura del BIS que evidencia que las corporaciones no financieras han actuado como intermediarios financieros sustitutos de los bancos, se espera que la expansión de pasivos financieros acompañada de la acumulación de activos líquidos tenga un efecto negativo y significativo en la intensidad salarial respecto del total de activos, tanto en  $t$ , como en  $t+1$  y  $t+2$ . En su rol como intermediarios financieros, las empresas expanden el total de activos -ya sea por motivos precautorios, de gestión financiera o liquidez, o de rentabilidad financiera- sin que ello se traduzca necesariamente en un crecimiento proporcional de la masa salarial. Como resultado, la expansión del balance no acompañada por un aumento equivalente del salario tiende a reducir la intensidad salarial respecto del total de activos.

$\theta_4$  Se espera que los coeficientes de intermediación financiera resulten positivos si los fondos se destinan a operaciones de arbitraje financiero o a estrategias de colocación y acumulación de activos financieros de corto plazo. En estos casos, la participación de la firma en actividades de intermediación financiera puede incrementar la complejidad y el riesgo de las decisiones corporativas, lo que suele asociarse a mayores incentivos para la alta dirección y, por ende, a una mayor remuneración relativa de los ejecutivos.

No obstante, si predominan motivos precautorios o estrategias de gestión prudente del riesgo, la sensibilidad de la remuneración ejecutiva a estas operaciones podría ser menor. En tales circunstancias, los coeficientes podrían resultar no significativos o incluso negativos.

$\gamma_5$  De manera similar a lo señalado para el coeficiente de endeudamiento general, la deuda en moneda local puede, a partir de ciertos niveles, afectar la capacidad de las firmas para operar y expandirse, al tiempo que puede ser utilizada como herramienta de negociación contractual frente a los trabajadores. Bajo estos mecanismos de disciplina financiera, se espera que  $\gamma_5$  tenga signo negativo.

Sin embargo, a diferencia del endeudamiento externo, la deuda denominada en moneda local no implica riesgos asociados al descalce de monedas, a la vez que suele estar más vinculada al financiamiento de la actividad operativa. En este sentido, si los fondos obtenidos se destinan al sostenimiento o expansión de la actividad productiva, la deuda en moneda local podría contribuir a mantener o incrementar el nivel de empleo y la masa salarial. En tal caso, el coeficiente podría resultar no significativo en el período contemporáneo, pero positivo en períodos posteriores debido a los rezagos propios de la inversión y la generación de empleo.

$\theta_5$  El signo de  $\theta_5$  dependerá, al igual que en el caso del coeficiente asociado al endeudamiento total, de la estructura de los contratos de compensación ejecutiva. Si predominan esquemas de compensación variables vinculados al desempeño financiero o al tamaño de la firma, un mayor uso de deuda en moneda local podría traducirse en mayores compensaciones a la alta dirección, generando un signo positivo.

Por el contrario, si los arreglos contractuales son más rígidos o están determinados principalmente por mecanismos internos de gobernanza corporativa, el coeficiente podría resultar no significativo. Asimismo, cuando los contratos incorporan métricas de desempeño vinculadas al nivel de deuda o al riesgo financiero, la remuneración ejecutiva puede volverse menos sensible al uso de deuda, dando lugar a coeficientes débiles o no significativos.

$\gamma_6$  La literatura de *rent sharing* y los modelos de negociación salarial muestran que cuando las empresas obtienen una mayor rentabilidad, los trabajadores logran capturar parte de esas rentas (Blanchflower, Oswald y Sanfey, 1992; Freeman y Medof, 1984; Hildreth y Oswald, 1997). Siguiendo este enfoque, es de esperar que un aumento de los ingresos operativos se traduzca en un aumento de la masa salarial. Dado que la variable dependiente se expresa en relación con el total de activos, el efecto dependerá en última instancia del ritmo de expansión relativo entre la masa salarial y el tamaño del balance de la firma.

Otra parte de la literatura ha demostrado que mejoras en los resultados operativos pueden derivarse de estrategias de control de costos relacionadas, por ejemplo, con la intensificación del trabajo o el control de desempeño (Autor, Levy y Murnane, 2003; Siyanbola, y Raji, 2013). Por lo tanto, estos mecanismos pueden incrementar los ingresos operativos sin ajustes necesariamente en la masa salarial, en cuyo caso el coeficiente puede resultar no significativo o incluso negativo.

$\theta_6$  De manera similar a  $\theta_5$ , el efecto de un aumento de los ingresos operativos en los ingresos de los directivos dependerá, en gran medida, de los esquemas de compensación establecidos. Si predominan esquemas de compensación variables, se espera que  $\theta_6$  tenga signo positivo. Pero si la remuneración ejecutiva se encuentra determinada principalmente por arreglos contractuales rígidos o por factores de gobernanza corporativa internos, el coeficiente podría resultar no significativo.

$\gamma_7$  La literatura sobre financierización corporativa ha señalado la asociación positiva entre las rentas financieras y la reorientación de los objetivos de la firma hacia la valorización financiera, relegando la actividad productiva (Orhangazi, 2008; Stockhammer, 2004; Tori y Onaran, 2017). En tales casos, el crecimiento de los beneficios financieros podría no traducirse en mejoras en el empleo o los salarios, por lo que el coeficiente podría resultar negativo o no significativo.

No obstante, un aumento de los beneficios financieros podría tener un impacto positivo en la intensidad salarial respecto del total de activos si dichos ingresos se destinan, al menos en parte, a la expansión de la capacidad productiva. En tal caso, sus efectos se manifestarían en los períodos subsiguientes.

$\theta_7$  Distintas evidencias respaldan la existencia de vínculos entre el desempeño financiero de la firma y la remuneración de los directivos como mecanismo de alineación de incentivos (Ndayisaba y Ahmed, 2015; Rehman, Ali, Hussain and Waheed, 2021; Sangha, Sharma y Gupta, 2025). En este sentido, un aumento de los beneficios financieros podría traducirse en un aumento de la remuneración a directivos, especialmente cuando predominan esquemas de remuneración variables vinculados al desempeño financiero.

La literatura también documenta situaciones en las que la remuneración de la alta dirección depende más de factores como, por ejemplo, la capacidad de influencia de la alta dirección (Bussin y Modau, 2015). En estos casos, la relación entre desempeño financiero y remuneración ejecutiva puede no manifestarse empíricamente, dando lugar a coeficientes no significativos.

$\gamma_8$  La persistencia en la acumulación de activos financieros puede actuar como indicador de un mayor compromiso financiero de la firma. En la medida en que dicha estrategia implique un desplazamiento de recursos desde la actividad productiva hacia la adquisición de activos financieros, es de esperar que una mayor cuantía en  $t-1$  de este tipo de activos tenga implicancias negativas en la inversión, el empleo y los salarios en  $t$ .

También puede ocurrir que dicha acumulación sea utilizada para mantener la estabilidad financiera de la firma -ya sea como reserva de liquidez o *buffer financiero*-, aumentando los márgenes de la firma para sostener los salarios y el empleo. Bajo estas circunstancias se espera que el coeficiente resulte no significativo.

$\theta_8$  Una mayor proporción del balance invertida en activos financieros en el período anterior puede reflejar una mayor orientación de la firma hacia la valorización financiera. En este escenario, es posible que la remuneración a directivos aumente como reflejo de una mayor responsabilidad en la gestión, por lo que se espera que  $\theta_8$  tenga signo positivo.

En cambio, si la acumulación de activos financieros responde principalmente a motivos precautorios o a la gestión de liquidez sin implicar cambios sustanciales en la estrategia corporativa, la remuneración de los directivos podría no verse significativamente afectada. En este caso, el coeficiente podría resultar no significativo.

### **3.5.3 Estimación, métodos y resultados**

El método escogido para la estimación es Efectos Fijos, ya que permite capturar y controlar la heterogeneidad inobservable a nivel de firma, país y año. Cada firma cuenta con factores idiosincráticos -como estrategias de negocio o prácticas financieras específicas- que permanecen constantes en el tiempo y pueden influir en las variables dependientes. Al aplicar efectos fijos, se elimina el sesgo que podrían introducir estas características no observadas,

obteniendo estimaciones más precisas de los efectos de las variables explicativas sobre la participación salarial y las remuneraciones a directivos.

En el anexo se presentan los resultados de la prueba de Breusch-Pagan, el test de Wooldridge y del el Factor de Inflación de la Varianza (anexo, cuadros 3.6A, 3.7A y 3.8A), los cuales denotan la presencia de heterocedasticidad (solo en la ecuación III) y autocorrelación, así como la ausencia de multicolinealidad. Para abordar los problemas en la estructura de varianza-covarianza de los errores, se realiza una estimación de efectos fijos con errores estándar de Driscoll-Kraay.

Considerando que los efectos de la deuda no son uniformes, sino que dependen de las condiciones financieras globales (Reinhart y Rogoff, 2011; Shin, 2014; Aldasoro, Hardy y Tarashev, 2021), se incluyen interacciones con la variable deuda externa con el fin de capturar las vulnerabilidades asociadas al endeudamiento en moneda extranjera previamente descritas. Las mismas tienden a intensificarse durante episodios de volatilidad global, como la Crisis Financiera Global (2008-2009), el *Taper Tantrum* (2013), el fin del superciclo de *commodities* (2014) o las subas de tasas de la Reserva Federal (2015). En fases contractivas, las empresas pueden verse forzadas a reducir costos laborales (salarios o empleo) para afrontar mayores costos financieros o dificultades para refinanciar deuda.

A continuación, se presentan los resultados de las estimaciones.

### Cuadro 3.13 Resultados de regresión ecuación III

	Escenario base	Crisis Financiera	Taper Tantrum	Commodities	Fed
ln_deudaext	0.000664 (0.198)	0.0006681 (0.392)	0.0021193 (0.135)	0.0000269 (0.856)	0.0006546 (0.205)
ln_deudaext_f1	0.0004818 (0.247)	0.0004811 (0.492)	0.0004556 (0.234)	0.0004575 (0.234)	0.0004825 (0.246)
ln_deudaext_f2	0.0004341	0.0004364	0.0004627	0.0004615	0.0004342

	(0.344)	(0.566)	(0.279)	(0.282)	(0.344)
ln_deudat	-0.0034691 (0.898)	-0.0034041 (0.838)	-0.0035887 (0.895)	-0.0035659 (0.895)	-0.0039344 (0.884)
ln_deudalocal	-0.1850255 (0.225)	-0.1838011 (0.582)	-0.1862683 (0.22)	-0.1836371 (0.229)	-0.1863419 (0.221)
ln_deudacp	0.0518696** (0.004)	0.0518644* (0.015)	0.0522422** (0.003)	0.0521561** (0.003)	0.0523498** (0.004)
ln_afcpdeudaext	-0.0004568*** 0	-0.0004619* (0.035)	-0.0004626*** 0	-0.0004537*** 0	- 0
ln_afcpdeudaext_f1	-0.0005241** (0.001)	-0.0005235* (0.014)	-0.0005251** (0.001)	-0.000526** (0.001)	-0.0005247** (0.001)
ln_afcpdeudaext_f2	-0.000331* (0.047)	-0.0003334 (0.11)	-0.0003307* (0.047)	-0.0003309* (0.048)	-0.0003323* (0.047)
ln_yoper	0.0205431** (0.002)	0.0205631** (0.002)	0.0205122** (0.002)	0.0205055** (0.002)	0.0204906** (0.002)
ln_benef_fin	0.006716 (0.752)	0.0066966 (0.721)	0.0069999 (0.742)	0.0069671 (0.743)	0.0067396 (0.751)
ln_af_lag	-0.0006534 (0.562)	-0.0006523 (0.568)	-0.0006643 (0.553)	-0.0006586 (0.557)	-0.0006431 (0.569)
<b>ln_deudaext_crisis</b>		<b>0.0097883</b> <b>(0.903)</b>			
<b>ln_deudaext_taper</b>			<b>-0.0021082</b> <b>(0.101)</b>		

<b>ln_deudaext_comm</b>	<b>0.002035</b>	
	<b>(0.107)</b>	
<b>ln_deudaext_fed</b>		<b>-0.0122889</b>
		<b>(0.194)</b>

Los resultados de la ecuación III muestran, de manera contundente, que la posición financiera externa reduce la intensidad salarial sobre la base patrimonial de la firma ( $W/TA$ ), tanto en el período corriente como en los horizontes  $t+1$  y  $t+2$ . Este resultado sugiere que, en aquellas firmas que se comportan como intermediarios financieros sustitutos, el trabajo pierde centralidad relativa dentro del balance de la empresa, aun cuando la masa salarial no necesariamente disminuye en términos absolutos. En estos casos, la expansión del balance asociada a la acumulación de activos financieros tiende a reducir el peso relativo del trabajo dentro de la estructura patrimonial de la firma.

En contraste, la deuda externa considerada de manera aislada no presenta efectos significativos sobre  $W/TA$ , ni en el período actual ni en los rezagos. Esto sugiere que no es la deuda externa per se la que desplaza al trabajo dentro del balance, sino el destino de los fondos obtenidos.

Por otra parte, el riesgo de refinanciamiento muestra un efecto positivo y significativo sobre  $W/TA$ . Este resultado podría estar indicando que la escala o el acceso recurrente de estas empresas a los mercados financieros les permite sostener su nivel de actividad, lo cual puede a su vez actuar como condición para sostener su acceso a los mercados financieros. La misma relación positiva y significativa se observa para los ingresos operativos, cuyo aumento se refleja en una mayor intensidad salarial patrimonial, lo cual puede estar sugiriendo que los trabajadores se apropian de una parte de las ganancias de la empresa.

Por último, no se encuentran efectos significativos en los episodios de volatilidad global aquí analizados.

Por su parte, el modelo que tiene a la remuneración a directivos sobre total de activos como variable dependiente no cuenta con un gran nivel de ajuste. Sin embargo, los resultados

permiten trazar ciertas regularidades que merecen ser señaladas. En primer lugar, en todos los casos, el peso relativo de la remuneración a los directivos dentro de la estructura patrimonial de la firma aumenta con el nivel de endeudamiento externo en el periodo  $t$ , lo cual resulta consistente con la hipótesis de que, en contextos de mayor exposición financiera y cambiaria, la función directiva se valoriza crecientemente como gestora del balance, del riesgo y de las relaciones con los mercados financieros.

Por otra parte, en un horizonte de más mediano plazo -particularmente en el horizonte  $t+2$ - el coeficiente de intermediación financiera presenta un efecto negativo y significativo. Este resultado podría indicar que, en el mediano plazo, la intermediación financiera corporativa responde principalmente a estrategias precautorias de gestión de liquidez. Bajo este escenario, la expansión del balance asociada a la acumulación de activos financieros no se traduce en un aumento proporcional de la remuneración ejecutiva, lo que reduce la intensidad de la remuneración a directivos respecto del total de activos.

Por último, los episodios de endurecimiento monetario global -en particular, las subas de tasas de la Reserva Federal- muestran un efecto positivo y significativo sobre RemDir/TA.

#### **Cuadro 3.14 Resultados de regresión ecuación IV**

		<b>Crisis</b>			
	<b>Escenario base</b>	<b>Financiera</b>	<b>Taper Tantrum</b>	<b>Commodities</b>	<b>Fed</b>
ln_deudaext	0.0000231** (0.003)	0.0000221** (0.003)	0.0000364* (0.045)	0.0000182* (0.022)	0.0000272*** (0.000)
ln_deudaext_f1	-0.00000556 (0.824)	-0.00000539 (0.829)	-0.00000579 (0.813)	-0.00000574 (0.816)	-0.00000584 (0.817)
ln_deudaext_f2	-0.00000137 (0.775)	-0.00000195 (0.689)	-0.0000011 (0.811)	-0.00000115 (0.804)	-0.00000138 (0.767)
ln_deudat	0.0019022 (0.142)	0.0018856 (0.145)	0.001901 (0.143)	0.0019013 (0.142)	0.002107 (0.100)
ln_deudalocal	-0.0107433 (0.458)	-0.0110393 (0.448)	-0.0107549 (0.457)	-0.0107323 (0.459)	-0.0101886 (0.495)
ln_deudacp	0.0010684 (0.658)	0.0010712 (0.657)	0.0010719 (0.657)	0.0010708 (0.658)	0.000854 (0.729)
ln_afcpdeudaext	-0.00000905 (0.178)	-0.00000777 (0.192)	-0.0000091 (0.177)	-0.00000903 (0.179)	-0.0000158* (0.034)
ln_afcpdeudaext_f1	0.0000216 (0.529)	0.0000215 (0.533)	0.0000216 (0.529)	0.0000216 (0.529)	0.0000218 (0.533)
ln_afcpdeudaext_f2	-0.0000192** (0.003)	-0.0000186** (0.004)	-0.0000192** (0.003)	-0.0000192** (0.003)	-0.0000187** (0.005)
ln_yoper	-0.0010655 (0.488)	-0.0010709 (0.485)	-0.0010658 (0.488)	-0.0010658 (0.488)	-0.0010407 (0.498)

ln_benef_fin	-0.0016121 (0.338)	-0.0016074 (0.34)	-0.0016095 (0.339)	-0.0016101 (0.339)	-0.0016222 (0.335)
ln_af_lag	-0.0001497 (0.161)	-0.00015 (0.162)	-0.0001498 (0.161)	-0.0001498 (0.161)	-0.0001542 (0.158)
<b>ln_deudaext_crisis</b>		<b>-0.0023799</b> <b>(0.226)</b>			
<b>ln_deudaext_taper</b>			<b>-0.0000193</b> <b>(0.289)</b>		
<b>ln_deudaext_comm</b>				<b>0.0000158</b> <b>(0.281)</b>	
<b>ln_deudaext_fed</b>					<b>0.0052293***</b> <b>(0.000)</b>

De acuerdo con su escala, las empresas enfrentan condiciones diferenciadas de financiamiento, rentabilidad y riesgo. En particular, las firmas de mayor tamaño suelen tener acceso a fuentes de financiamiento más favorables, como créditos a tasas más bajas y mercados de capital más desarrollados, lo que les permite gestionar con mayor facilidad los riesgos financieros y operativos. En este sentido, las diferencias en términos de holgura financiera y estructura de financiamiento pueden influir de manera diferenciada en la forma en que la deuda incide sobre la distribución del ingreso al interior de la empresa (Fazzari, Hubbard y Petersen, 1988). De allí la relevancia de realizar estimaciones diferenciadas por tamaño de firma.

Al segmentar la muestra, algunas estimaciones presentaron coeficientes omitidos debido a la menor disponibilidad de datos para los años previos a 2008. Por esta razón, las regresiones por tamaño de firma se estiman a partir de dicho año. Cabe señalar que, en el caso de las firmas pequeñas, dos coeficientes adicionales debieron ser omitidos debido a limitaciones en la muestra.

El cuadro 3.15 muestra los resultados de las estimaciones para el tercer modelo. Como puede observarse, los efectos negativos de la posición financiera externa sobre W/TA se mantienen, en mayor o menor medida, al segmentar por tamaño de firma. Mientras que, en las firmas medianas y grandes, los efectos parecen ser más inmediatos, en las firmas más pequeñas los resultados mantienen su significancia hasta  $t+2$ .

En cuanto al riesgo de refinanciamiento, su efecto positivo se mantiene en las firmas pequeñas, pero se torna negativo y significativo en las de tamaño medio. Por lo tanto, podría inferirse que, en estas últimas, la exposición al refinanciamiento induce a las firmas a adoptar estrategias más cautelosas en materia de costos.

Por su parte, en las empresas más grandes, tanto la deuda total como la deuda en moneda extranjera muestran un efecto negativo y significativo sobre W/TA. Estos resultados permiten inferir, o bien que la deuda restringe la disponibilidad de recursos para la realización de las actividades principales de las firmas, o que la misma es utilizada como herramienta de negociación contractual. Asimismo, la evidencia muestra que el efecto contractivo también opera cuando aumenta la exposición al riesgo de descalce de monedas.

En cuanto a la ecuación de directivos, el ajuste del modelo se debilita al introducir heterogeneidad. Sin embargo, los resultados permiten observar un patrón claro: la significancia del endeudamiento externo y de la posición como intermediarios sustitutos se concentra exclusivamente en las firmas pequeñas. En este segmento, el signo positivo y significativo de estos coeficientes en el periodo  $t$  es coherente con la hipótesis teórica de que las estrategias financieras apalancadas revalorizan las funciones de gestión financiera y de toma de riesgo, fortaleciendo la posición de la alta dirección.

**Cuadro 3.15 Resultados de regresión por tamaño de firma ecuación III**

Variable	Pequeñas	Medianas	Grandes
ln_deudaext	0.1281557 (0.275)	0.0019311 (0.249)	-0.0002566* (0.021)
ln_deudaext_fl	0	0.00102 (0.301)	0.0000457 (0.751)

ln_deudaext_f2	0	0.0001433 (0,789)	0.0001787 (0.491)
ln_deudat	0.0231439 (0.487)	0.0025391 (0.950)	-0.0410635* (0.051)
ln_deudalocal	2.622898** (0.003)	-0.5730487** (0.005)	-0.5272065 (0.716)
ln_deudacp	0.2852852** (0.012)	-0.0668702* (0.011)	-0.0598971 (0.217)
ln_afcpdeudaext	-0.0015137** (0.011)	-0.0002051* (0.029)	-0.0004245** (0.006)
ln_afcpdeudaext_f1	0.0005138** (0.012)	-0.0002943* (0.100)	-0.0003513* (0.047)
ln_afcpdeudaext_f2	-0.0011506* (0.046)	-0.0001026 (0.230)	0.000167 (0.479)
ln_yoper	-0.0022014 (0.765)	0.0332351 (0.000)	0.0599753** (0.002)
ln_benef_fin	0.0248769 (0.514)	0.049778* (0.028)	0.0102754 (0.408)
ln_af_lag	-0.0045964* (0.020)	0.001163* (0.197)	-0.0012841 (0.502)

**Cuadro 3.16 Resultados de regresión por tamaño de firma ecuación IV**

Variable	Chicas	Medianas	Grandes
ln_deudaext	0.0271431** (0.009)	0.0000252 (0.196)	-0.0000126 (0.483)
ln_deudaext_f1	0	0.0000345 (0.064)	-0.0000614 (0.335)
ln_deudaext_f2	0	4.23E-06 (0.727)	-2.00E-06 (0.917)
ln_deudat	0.0023402 (0.518)	0.0003992 (0.804)	0.0085115 (0.096)
ln_deudalocal	0.2552672	0.0201069	-0.1530144

	(0.016)	(0.483)	(0.3)
ln_deudacp	-0.0053419 (0.304)	0.0060282 (0.316)	-0.0159814 (0.095)
ln_afcpdeudaext	-0.0001646 (0.303)	4.09E-06 (0.568)	5.18E-06 (0.763)
ln_afcpdeudaext_f1	0.000105*** (0.000)	-4.53E-07 (0.97)	0.0000839 (0.25)
ln_afcpdeudaext_f2	-0.0001271 (0.402)	-0.0000292 (0.057)	-6.88E-06 (0.706)
ln_yoper	0.0003602 (0.661)	-0.0011809 (0.236)	0.0058228** (0.006)
ln_benef_fin	0.0028563 (0.153)	-0.0046055** (0.007)	-0.0009037 (0.375)
ln_af_lag	-0.0006209* (0.044)	0.0000432 (0.568)	-0.0001481 0.473

### 3.5.4 Conclusiones parciales

Los resultados de las estimaciones de los modelos de endeudamiento permiten arribar a conclusiones relevantes.

En cuanto al modelo de salarios, una de las evidencias más interesantes es el signo negativo y significativo de la posición financiera externa en el período actual, así como en los dos períodos subsiguientes. Estos hallazgos sugieren que al menos una parte del financiamiento en moneda extranjera es destinado a la acumulación de efectivo y activos financieros de corto plazo, así como a distintas estrategias de intermediación financiera corporativa, incluyendo potencialmente operaciones de *carry trade*. En este sentido, la evidencia apunta a una reorientación, al menos parcial, del balance hacia usos financieros de la deuda, con implicancias distributivas en términos del peso relativo del trabajo dentro de la firma.

Por su parte, la no significancia de la deuda externa tanto en  $t$  como en  $t+1$  y  $t+2$ , puede sugerir que, a priori, el financiamiento en moneda extranjera no implica efectos distributivos al interior de las firmas, sino que estos dependen de los objetivos de utilización de dichos fondos.

Asimismo, la falta de significatividad de los episodios de estrés financiero global sobre la intensidad salarial patrimonial sugiere que el canal distributivo relevante no es el shock externo per se, sino las decisiones financieras mediante las cuales las firmas internalizan dicho contexto macrofinanciero.

En cuanto al modelo que tiene a la remuneración a directivos sobre total de activos como variable dependiente, se observa que el peso relativo de la remuneración a los directivos dentro de la estructura patrimonial de la firma aumenta con el nivel de endeudamiento externo en el periodo  $t$ . Esto brinda soporte a la literatura que sostiene que a medida que aumenta la exposición financiera y cambiaria de las firmas se intensifica la importancia del equipo directivo en la gestión de la estructura financiera, el manejo de riesgos y el vínculo con los mercados de capital.

Por otra parte, el efecto negativo y significativo de intermediación financiera en  $t+2$  permite suponer que la posición de las corporaciones no financieras como intermediarios financieros sustitutos obedece, en el mediano plazo, a estrategias precautorias o de gestión prudente del riesgo.

Por último, las subas de tasas de la Reserva Federal tienden a reforzar la centralidad de los altos directivos dentro del balance corporativo, probablemente por el aumento de la complejidad financiera y de las decisiones estratégicas en un escenario de incertidumbre.

Al desagregar por tamaño de firma, se observa que persisten los efectos negativos de la intermediación financiera sobre  $W/TA$ , lo cual constituye uno de los hallazgos más significativos del estudio. Este resultado aporta evidencia robusta sobre las implicancias distributivas de la participación de las corporaciones no financieras en el escenario internacional como intermediarios sustitutos financieros de los bancos.

Los resultados indican, asimismo, que los efectos operan de manera diferenciada. En las firmas medianas y grandes, el efecto es más inmediato: la participación como intermediarios

sustitutos desplaza rápidamente al trabajo dentro del balance. En las firmas pequeñas, en cambio, el efecto es más gradual y persistente en el tiempo, lo que sugiere un ajuste más lento, pero igualmente regresivo en términos patrimoniales.

La desagregación por tamaño de firma permite observar, además, que los efectos negativos de la participación en los mercados internacionales se intensifican cuando se trata de firmas grandes. En este segmento de firmas, el efecto negativo y significativo de la deuda externa indica que el endeudamiento en moneda extranjera no afecta de manera uniforme al trabajo: su impacto es más intenso en los casos en los cuales la firma tiene mayor capacidad de operar financieramente.

Por último, la introducción de heterogeneidad en el modelo a directivos da cuenta de que los efectos de la participación de las corporaciones no financieras en los mercados internacionales no son generalizables. La significancia del endeudamiento externo y la posición como intermediarios sustitutos se concentra exclusivamente en las firmas pequeñas, lo cual puede sugerir que estructuras patrimoniales más diversificadas y complejas amortiguan el impacto directo de estas estrategias sobre la remuneración directiva. Por lo tanto, mientras que en las firmas grandes la remuneración directiva parece menos sensible a estrategias financieras específicas, en las firmas pequeñas operan de manera más directa y visible.

### **3.6 Conclusiones del capítulo**

Este capítulo presentó los hallazgos empíricos asociados a los dos canales de la financierización analizados en la investigación: el canal de la *financierización tradicional* y el *canal del endeudamiento*.

En cuanto al *canal de la financierización*, los resultados permiten caracterizarla como un fenómeno complejo y heterogéneo, que se manifiesta de manera diferenciada según el tamaño de la firma y el sector económico. Asimismo, la evidencia sugiere que este proceso no implica un desplazamiento lineal de las lógicas productivas, sino más bien su coexistencia con patrones financieros al interior de las firmas. En conjunto, estos factores contribuyen a una reconfiguración heterogénea de las dinámicas distributivas al interior de las firmas.

Por su parte, la participación de las corporaciones no financieras en los mercados internacionales de deuda también genera cambios diversos en la forma en que se distribuyen los ingresos dentro de las firmas, a través de mecanismos diferenciados en función de si se trata del salario o de la remuneración a directivos. Los resultados del coeficiente de intermediarios sustitutos sobre el salario en relación con la base patrimonial de la empresa alertan sobre las implicancias distributivas del creciente rol de las corporaciones no financieras como intermediarios financieros sustitutos en contextos de alta liquidez global. Esto parece reforzarse, al menos en las firmas pequeñas, con la mayor compensación ejecutiva asociada a la gestión y administración de riesgos financieros.

No obstante, el bajo poder explicativo del modelo de remuneración a directivos sugiere la existencia de factores adicionales que inciden en la determinación de estas remuneraciones y que resultan difíciles de capturar mediante estrategias econométricas. Entre ellos se destacan aspectos como las políticas internas de compensación, los esquemas de incentivos vinculados al desempeño, así como características estructurales, tales como la industria en la que operan las empresas y su estructura de propiedad. Este hallazgo motivó el desarrollo de una estrategia de investigación cualitativa, que se abordará en el capítulo siguiente, basada en entrevistas a trabajadores y altos directivos de las firmas listadas en los tres países. Este enfoque permitirá indagar, entre otros aspectos, los objetivos empresariales y sus determinantes en distintos horizontes temporales, así como las dinámicas y la calidad del empleo.

## Bibliografía

- Abraham, F., Cortina, J. J., & Schmukler, S. L. (2021). The rise of domestic capital markets for corporate financing: Lessons from East Asia. *Journal of Banking & Finance*, 122, 105987
- Adu-Ameyaw, E., Danso, A., Acheampong, S. y Akwei, Cynthia (2021). Executive bonus compensation and financial leverage: do growth and executive ownership matter? *International Journal of Accounting and Information Management*, 29(3), 392-409.
- Agha, M. (2013). Leverage, executive incentives and corporate governance. *Accounting & Finance*, 53(1), 1-30.
- Aldasoro, I., Hardy, B., & Tarashev, N. (2021). Corporate debt: post-GFC through the pandemic. *BIS Quarterly Review*, (07).
- Álvarez, I. (2015) Financialization, non-financial corporations and income inequality: the case of France. *Socio-Economic Review*, 13(3), 449-475.
- Autor, D.H., Levy, F. y Murnane, R.J (2003). The Skill Content of Recent Technological Change: An Empirical Exploration. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(4), 1279-1333
- Azpiazu, Daniel, Manzanelli, Pablo, & Schorr, Martín. (2011). Concentración y extranjerización en la economía argentina en la posconvertibilidad (2002-2008). *Cuadernos del Cendes*, 28(76), 97-119. Recuperado en 08 de septiembre de 2024, de [http://ve.scielo.org/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S1012-25082011000100006&lng=es&tlng=es](http://ve.scielo.org/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1012-25082011000100006&lng=es&tlng=es).
- Bae, K., Kang, J. y Wang, J. (2011), Employment treatment and firm leverage: a test of the stakeholder theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 100,130-153
- Bárcena, A. (2018): Prologo. In Abeles, M., Pérez Caldentey, E. y Valdecantos, S. (Eds.): Estudios sobre Financierización en América Latina (p. 13-14). Santiago de Chile: CEPAL.
- Bebchuk, L.A & Fried, J.M (2004). *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*. Harvard University Press
- Berk, J. B., Stanton, R., & Zechner, J. (2010). Human capital, bankruptcy, and capital structure. *The Journal of Finance*, 65(3), 891-926.
- Blanchflower, D. G., Oswald, A. J., & Sanfey, P. (1996). Wages, profits, and rent-sharing. *The Quarterly Journal of Economics*, 111(1), 227-251.
- Bruno, V. & Shin, S.S. (2015). Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, 71 (C), 119-132
- \_\_\_\_\_ (2023). Dollar and exports, *Review of Financial Studies*, 36(8), 2963-2996.

- Bussin, M., & Modau, M. F. (2015). The relationship between chief executive officer remuneration and financial performance in South Africa between 2006 and 2012. *SA Journal of Human Resource Management*, 13(1), 1-18.
- Calomiris, C. W., Larrain, M., Schmukler, S. L., & Williams, T. (2019). Investor Behavior and Firm Responses in International Corporate Bond Markets.
- \_\_\_\_\_ (2022). Large international corporate bonds: Investor behavior and firm responses. *Journal of International Economics*, 137, 103624.
- Carvalho, M., & Cerejeira, J. (2017). Financialization, Corporate Governance and Employee Pay: A Firm Level Analysis (08–2019). [https://repositorium.uminho.pt/bitstream/1822/61438/1/NIPE\\_WP\\_8\\_2019.pdf](https://repositorium.uminho.pt/bitstream/1822/61438/1/NIPE_WP_8_2019.pdf)
- Cassini, L., García Zanotti, G. & Schorr, M. (2019). Estrategias de financiarización en las producciones primarias de Argentina durante los gobiernos del kirchnerismo, 2003-2015. *Ciclos*, Vol. XXVI, Nro. 53, pp. 195-220
- Chemmanur, T. J., Cheng, Y., & Zhang, T. (2013). Human capital, capital structure, and employee pay: An empirical analysis. *Journal of Financial Economics*, 110(2), 478-502.
- Chirinko, R. S., Fazzari, A. y Meyer (1999). How responsive is business capital formation to its user cost? an exploration with micro data. *Journal of Public Economics*, 74, 53–80
- Cohn, J. B., & Wardlaw, M. I. (2016). Financing constraints and workplace safety. *The Journal of Finance*, 71(5), 2017-2058.
- Core, J.E, Holthausen, R.W. & Larcker, D.F (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 51, 371-406.
- Daniels, J.D & Brecker, J. (1989); Profit Performance: Do Foreign Operations Make a Difference? *Management International Review*, 29(1) (Primer trimestre), 46-56,
- Davis, L.E. (2016). Identifying the “financialization” of the nonfinancial corporation in the U.S. economy: A decomposition of firm-level balance sheet. *Journal of Post Keynesian Economics*, 39(1), 115-141.
- \_\_\_\_\_ (2018). Financialization and the non-financial corporation: An investigation of firm-level investment behavior in the United States. *Metroeconomica*, 69(1), 270-307,
- Demir, F. (2007). The Rise of Rentier Capitalism and the Financialization of Real Sectors in Developing Countries. *Review of Radical Political Economics*, 39(3), 351-359.
- \_\_\_\_\_ (2009). Financial Liberalization, Private Investment and Portfolio Choice: Financialization of Real Sectors in Emerging Markets. *Journal of Development Economics*, 88, 314-324.

- Erel, I., Brandon, J., Woojin, K., y Weisbach, M. (2012). Macroeconomic Conditions and Capital Raising. *Review of Financial Studies*, 25(2), 341-376
- Fazzari, S., Hubbard, R.G, y Petersen, B.C (1988). Financing Constraints and Corporate Investment. *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 141-195.
- Firth, M., Lohne, J. C., Ropstad, R., & Sjo, J. (1996). The remuneration of CEOs and corporate financial performance in Norway. *Managerial and decision economics*, 17(3), 291-301.
- Francis, B. B., Hasan, I., Hunter, D. M., y Zhu, Y. (2017). Do managerial risk-taking incentives influence firms' exchange rate exposure? *Journal of Corporate Finance*, 46, 154-169.
- Freeman, R. B., & Medoff, J. L. (1984). What do unions do. *Indus. & Lab. Rel. Rev.*, 38, 244.
- Gaggero, A., Schorr, M. & Wainer, A. (2014). *Restricción eterna: el poder económico durante el kirchnerismo*. Buenos Aires: Futuro Anterior Ediciones.
- Gaggero, A. & Schorr, M. (2016). La cúpula empresaria durante los gobiernos kirchneristas. *Realidad Económica*, 297, 61-92.
- Garcia Zanotti, G. D. (2020). Trayectorias divergentes en la financiarización de las grandes empresas extranjeras no financieras de Argentina y Brasil durante el nuevo milenio (2000-2017). (Tesis de Doctorado. Universidad Nacional de Quilmes.). Recuperado de <http://ridaa.unq.edu.ar/handle/20.500.11807/2182>
- Geringer, J.M, Beamish, P. W. y daCosta, R.C. (1989) Diversification Strategy and Internationalization: Implications for MNE Performance. *Strategic Management Journal*, 10 (2), 109-119.
- Guimarães, L., y Mazedra Gil, P. (2022). Explaining the Labor Share: Automation vs Labor Market Institutions. *Labour Economics*, 75, 102-146.
- Guschanski, A. y Onaran, Ö. (2022). The Decline in the Wage Share: Falling Bargaining Power of Labour or Technological Progress? Industry-Level Evidence From the OECD. *Socio-Economic Review*, 20 (3), 1091– 1124
- Harris, M., & Raviv, A. (1991). The theory of capital structure. *the Journal of Finance*, 46(1), 297-355.
- Harvy, K. D y Shrieves, R.E. (2014). Executive Compensation Structure and Corporate Governance Choices. *The Journal of Financial Research*, 24(4), 495-512
- Hein, E. y van Treeck, T. (2007). 'Financialisation' in Kaleckian/Post-Kaleckian models of distribution and growth, No 07-2007, IMK Working Paper, IMK at the Hans Boeckler Foundation, Macroeconomic Policy Institute

- Hein, E. (2015). Finance-Dominated Capitalism and Re-distribution of Income: A Kaleckian Perspective. *Cambridge Journal of Economics*, 39(3), 907–934.
- Hildreth, A. K., & Oswald, A. J. (1997). Rent-sharing and wages: evidence from company and establishment panels. *Journal of labor economics*, 15(2), 318-337.
- Huang, X., Reeb, D.M.y Zhao, W. (2024). *Debt Dynamics in Executive Compensation*. Working paper.
- Huber, E., Petrova, B. y Stephens, J.D. (2022). Financialization, Labor Market Institutions and Inequality. *Review of International Political Economy*, 29(2), 425–452.
- Jensen, M. C. (1986). Agency costs of free cash-flow, corporate finance and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Karabarbounis, L., y Neiman, B. (2014). The Global Decline of the Labor Share. *Quarterly Journal of Economics*, 129(1), 61–103.
- Kim, W., y Weisbach, M. S. (2008). Motivations for public equity offers: An international perspective. *Journal of Financial Economics*, 87(2), 281-307.
- Krapf, A. A., y White, R. S. (2016). Executive pensions, risk-shifting, and foreign exchange exposure. *Research in International Business and Finance*, 38, 376-392.
- Kristal, T. (2013). The Capitalist Machine: Computerization, Workers’ Power, and the Decline in Labor’s Share Within U.S. Industries. *American Sociological Review*, 78(3), 361–389.
- Lazonick, W. & O’Sullivan, M. (2000). Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance. *Economy and Society*, 29(1),13–35.
- Lazonick, W. (2014). Profits without Prosperity: Stock Buybacks Manipulate the Market and Leave Most Americans Worse Off. *Harvard Business Review*. Recuperado de Harvard Business Review.
- Lin, K-H. & Tomaskovic-Devey, D. (2013). Financialization and U.S. Income Inequality, 1970–2008. *American Journal of Sociology*, 118 (5), 1284-1329.
- Lin, H-C., Liang, S-H., Chui, S-C., Chen, C-Y. (2019). Leverage and employee compensation – the perspective of human capital. *International Journal of Managerial Finance*, 15(1), 62-78.
- Liu, S., Qi, H., & Xie, Y. A. (2020). Executive compensation and capital structure. *Applied Economics*, 52(8), 825-838.
- Matsa, D. A. (2010). Capital structure as a strategic variable: Evidence from collective bargaining. *The Journal of Finance*, 65(3), 1197-1232.

- Nicholson, W. y Snyder, C.M (2011). *Microeconomic Theory: Basic Principles and Extensions*. Chicago: Dryden Press.
- McMillan, M., Rodrik, D. y Verduzco-Gallo, I. (2014). Globalization, Structural Change, and Productivity Growth, with an Update on Africa. *World Development*, 63, 11-32.
- Orhangazi, Ö. (2008). Financialisation and Capital Accumulation in the Non-Financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation on the US Economy: 1973-2003. *Cambridge Journal of Economics*, 32(6), 863-886.
- Parsons, C., & Titman, S. (2008). Capital structure and corporate strategy. In *Handbook of empirical corporate finance* (pp. 203-234). Elsevier.
- Perotti, E. C., and Spier, K. E. (1993). Capital structure as a bargaining tool: the role of leverage in contract renegotiation. *The American Economic Review*, 83(5), 1131-1141.
- Powell, J. (2013). Subordinate financialisation: a study of Mexico and its non-financial corporations (PhD Thesis). SOAS, University of London, London. Disponible en: <https://core.ac.uk/reader/19090664>
- Rabinovich, J. y Pérez Artica, R. (2020). El aumento de los activos financieros en firmas de América Latina. ¿Un caso de financiarización? *Realidad Económica* N° 333 · AÑO 49, 113-140.
- Reinhart, C. M., & Rogoff, K. S. (2011). From financial crash to debt crisis. *American economic review*, 101(5), 1676-1706.
- Rey, H. (2013). Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy Independence, paper presented at the Jackson Hole Symposium, August 2013.
- Rodrik, D. (1997). *Has Globalization Gone Too Far?* Washington, D.C.: Institute for International Economics.
- Schorr, M. y Wainer, A. (2018). Entre la economía real y la financierización: estrategias de acumulación del poder económico en la Argentina reciente. En: *La financiarización del capital. Estrategias de acumulación de las grandes empresas en Argentina, Brasil, Francia y Estados Unidos* (pp. 119-168) Buenos Aires: Futuro Anterior.
- Schoor, M. (2021). El viejo y el nuevo poder económico en la Argentina. Del siglo XIX a nuestros días. Buenos Aires: Siglo Veintiuno.
- Shin, H.S. (2014). The Second Phase of Global Liquidity and Its Impact on Emerging Economies. In: Chung, K., Kim, S., Park, H., Choi, C., Shin, H.S. (eds): *Volatile Capital Flows in Korea*. New York: Palgrave Macmillan.

- Siyanbola, T. T., & Raji, G. M. (2013). The Impact of cost control on manufacturing industries' profitability. *International Journal of Management and Social Sciences Research*, 2(4), 1-7.
- Tori, D., & Onaran, Ö. (2017). The effects of financialisation and financial development on investment: Evidence from firm-level data for Europe. Greenwich Papers in Political Economy 16089, University of Greenwich, Greenwich Political Economy Research Centre.
- Torija Zane, E. & Gottschalk, R. (2018). Patrones financieros y de inversión en América Latina desde la perspectiva del comportamiento empresarial. In: Abeles, M., Pérez Caldentey, E. & Valdecantos, S. (2018): *Estudios sobre financierización en América Latina* (pp. 205-226). Santiago de Chile: CEPAL.
- Zeolla, N. H. (2021). Dimensión nacional e internacional de la financiarización en América Latina: Un estudio en base a estados contables de grandes empresas no financieras de 2000 a 2015 (Tesis de Doctorado. Universidad de Buenos Aires.) Recuperado de [http://bibliotecadigital.econ.uba.ar/download/tesis/1501-1309\\_ZeollaNH.pdf](http://bibliotecadigital.econ.uba.ar/download/tesis/1501-1309_ZeollaNH.pdf)

## 3.7 Anexo

**Cuadro 3.1A Descripción de las variables incluidas en las regresiones**

Simbolo	Variable	Estado Contable	Nota	Código
AF	Activos Financieros	Estado de Situación Patrimonial	Efectivo y equivalentes de efectivo + Inversiones a corto plazo+ Otros activos corrientes + Otras inversiones no corrientes	
Afcp	Activos financieros de corto plazo	Estado de Situación Patrimonial	Efectivo y equivalentes de efectivo + Inversiones a corto plazo	
Tech	Activos intangibles	Estado de Situación Patrimonial		
Benfin	Beneficios financieros	Estado de Resultados	Dividendos ganados+ Intereses ganados- intereses pagados	
Deudacp	Deuda corto plazo (stock)	Estado de Situación Patrimonial		Worldscope 03051
Deudat	Deuda total (stock)	Estado de Situación Patrimonial	Deuda de corto plazo+ deuda de largo plazo	Worldscope 03255
Divgan	Dividendos ganados	Estado de Resultados		
Divpag	Dividendos pagados	Flujo de caja		
Cash	Efectivo (stock)	Estado de Situación Patrimonial	Efectivo, dinero en bancos, depósitos a la vista, letras de cambio, etc	
Deudaext	Emissiones de bonos en moneda extranjera			Bloomberg
Deudalocal	Emissiones de bonos en moneda local			Bloomberg
Casheneto	Flujo de efectivo neto- actividades operativas			Worldscope 04860
Ingfin	Ingresos financieros		Dividendos ganados+ Intereses ganados	
Yoper	Ingresos operativos	Estado de Resultados		
Intergan	Intereses ganados	Estado de Resultados		
Interpag	Intereses pagados	Estado de Resultados		
Icp	Inversiones a corto plazo	Estado de Situación Patrimonial	Valores negociables convertibles a efectivo en un plazo de entre 90 días y un año, tales como bonos, acciones, depósitos a plazo o acciones de fondos mutuos	
Otherl	Otras inversiones no corrientes	Estado de Situación Patrimonial	Inversiones de largo plazo como como inversiones en subsidiarias no consolidadas, bienes raíces, préstamos hipotecarios o de pólizas, títulos públicos y privados de largo plazo, etc	
Otherassets	Otros activos corrientes	Estado de Situación Patrimonial	Activos corrientes como gastos diferidos, propiedades y activos en procesos de venta, y depósitos y anticipos a terceros, que esperan convertirse en efectivo o ser consumidos en un plazo no mayor a un año	
K	Propiedades, plantas y equipos	Estado de Situación Patrimonial		
Remdir	Remuneraciones a directivos	Anexo		
W	Salarios, remuneraciones y cargas sociales	Anexo		
TA	Total activos	Estado de Situación Patrimonial		
Tipoact	Tipo de actividad			
V	Ventas	Estado de Resultados		
Global	Ventas al exterior como porcentaje del total de ventas			Worldscope 08731

Fuente: elaboración propia

**Cuadro 3.2A Prueba de Breusch-Pagan para detectar heterocedasticidad (ejecutado manualmente)**

***Ecuación I***

Variable	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	Conf. Interval (Lower)	Conf. Interval (Upper)	Sig
Tech	-0.7726	2.178461	-0.35	0.723	-5.051656	3.50645	
Global	-1.64605	1.261266	-1.31	0.192	-4.123497	0.831402	
Productividad	0.108518	0.039428	2.75	0.006	0.0310714	0.185964	***
Interpag	1.874669	0.821201	2.28	0.023	0.2616212	3.487717	**
AF	0.316388	0.140293	2.26	0.025	0.0408161	0.591959	**
Ingfin	-4.87646	2.874245	-1.7	0.09	-10.52221	0.769291	*
Divpag	-0.30663	0.369656	-0.83	0.407	-1.032724	0.419473	
Constante	0.993917	4.984202	0.2	0.842	-8.796327	10.78416	

Mean dependent var	2.189113	F-test	2.07
SD dependent var	8.867001	Prob > F	0.0001
R-squared	0.1384	Adj. R-squared	0.0715
Número de obser	598	Root MSE	8.5493

***Ecuación II***

Variable	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	Conf. Interval (Lower)	Conf. Interval (Upper)	Sig
Tech	-0.04054	0.027556	-1.47	0.142	-0.09467	0.0135901	
Global	0.065745	0.016069	4.09	0	0.034181	0.0973082	***
Productividad	-0.00174	0.0005	-3.48	0.001	-0.00272	-0.0007601	***
Interpag	0.45164	0.010416	43.36	0	0.43118	0.4721	***
Af	0.00385	0.00178	2.16	0.031	0.000353	0.0073475	**
Ingfin	0.114061	0.036469	3.13	0.002	0.042424	0.1856985	***
Divpag	-0.03713	0.00469	-7.92	0	-0.04634	-0.0279169	***

Mean dependent var	0.0329839	F-test	57.25
SD dependent var	0.2448609	Prob > F	0.0000
R-squared	0.8185	Adj. R-squared	0.8042
Número de obser	590	Root MSE	0,10835

**Cuadro 3.3A Test de Wooldridge para detectar autocorrelación (ejecutado manualmente)**

*Ecuación I*

Variable	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	Conf. Interval (Lower)	Conf. Interval (Upper)	Sig
e_lag	0.945414	0.017635	53.61	0.000	0.9107593	0.980069	***
Constante	0.003442	0.024791	0.14	0.89	-0.0452759	0.05216	

Mean dependent var	2.189113	F-test	2874.16
SD dependent var	8.867001	Prob > F	0.0000
R-squared	0.8628	Adj. R-squared	0.8625
Número de obser	459	Root MSE	0.53112

*Ecuación II*

Variable	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	Conf. Interval (Lower)	Conf. Interval (Upper)	Sig
e_lag	0.9044685	0.0232325	38.93	0.000	0. 8588106	0. 9501265	***
Constante	0.0009714	0.0032076	0.30	0.762	-0. 0053325	0. 0072752	

Mean dependent var	0.0329839	F-test	1515.64
SD dependent var	0.2448609	Prob > F	0.0000
R-squared	0.7715	Adj. R-squared	0.7715
Número de obser	451	Root MSE	0.06812

### Cuadro 3.4A Factores de Inflación de la Varianza para detectar multicolinealidad

#### *Ecuación I*

<b>VARIABLES</b>	<b>VIF</b>	<b>1/VIF</b>
Tech	1.72	0.582284
Global	1.80	0.554977
Productividad	1.62	0.618658
Interpag	1.58	0.631402
Af	1.53	0.654214
Ingfing	1.42	0.703161
Divpag	1.17	0.854247
<b>Mean VIF</b>	<b>7.46</b>	

#### *Ecuación II*

<b>VARIABLES</b>	<b>VIF</b>	<b>1/VIF</b>
Tech	1.41	0.707718
Global	1.16	0.862283
Productividad	1.71	0.584042
Interpag	1.62	0.619087
Af	1.58	0.631556
Ingfing	1.53	0.654074
Divpag	1.80	0.554835
<b>Mean VIF</b>	<b>7.39</b>	

**Cuadro 3.5A. Listado de firmas listadas emisoras de deuda internacional por monto de emisiones, año, monto total emitido, y cantidad de emisiones, Argentina, 2003-2018**

Nombre de la firma	Flujo de deuda, total periodo (en millones de dólares)	Cantidad de emisiones
YPF	8446.99	15
Telecom	2208.80	11
Metrogas	2137.83	14
Transportadora Gas del Sur	1912.43	8
Pampa Energia	1279.90	3
Edenor	978.40	4
IRSA Propiedades Comerciales	670.00	4
Autopistas del Sol	662.20	4
Capex	578.48	5
Transener	558.30	3
Transportadora Gas del Norte	455.63	2
IRSA Inversiones y Representaciones SA	333.83	3
Molinos Rio de la Plata	329.14	4
Loma Negra	328.80	5
Cresud	209.32	5
TGLT	190.80	4
Central Puerto	100.00	1
Celulosa Argentina	50.80	1
Aluar	50.00	1
Importadora y Exportadora de la Patagonia	25.00	1
Quickfood	10.00	1
SA San Miguel	8.16	1

Fuente: elaboración propia en base a Bloomberg

**Cuadro 3.6A Prueba de Breusch-Pagan para detectar heterocedasticidad (ejecutado manualmente)**

*Ecuación III*

Variable	Coefficient	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval Lower]	[95% Conf. Interval Upper]
ln_deudaext	0.0000544	0.000295	0.18	0.853	-0.0005235	0.0006324
ln_deudaext_f1	0.0000479	0.00027	0.18	0.859	-0.000482	0.0005778
ln_deudaext_f2	0.00000454	0.000282	0.02	0.987	-0.000548	0.0005571
ln_deudat	0.002958	0.003184	0.93	0.353	-0.0032903	0.0092063
ln_deudalocal	0.0442047	0.132994	0.33	0.74	-0.2167498	0.3051592
ln_deudacp	0.0133367	0.00603	2.21	0.027	0.0015041	0.0251693
ln_afcpdeudaext	-0.0000817	8.36E-05	-0.98	0.329	-0.0002458	0.0000824

ln_afcpdeudaext_f1	-0.0000812	8.28E-05	-0.98	0.327	-0.0002436	0.0000813
ln_afcpdeudaext_f2	-0.0000582	7.77E-05	-0.75	0.454	-0.0002107	0.0000943
ln_yoper	-0.0025914	0.00196	-1.32	0.186	-0.0064369	0.0012541
ln_benef_fin	-0.002272	0.004159	-0.55	0.585	-0.0104333	0.0058893
ln_af_lag	-0.0010951	0.000213	-5.14	0	-0.0015132	-0.0006769
_cons	0.0177281	0.0024	7.39	0	0.0130194	0.0224369

Mean dependent var		F-test	4.80
SD dependent var		Prob > F	0.0000
R-squared	0.0504	Adj. R-squared	0.0399
Número de obser	1098	Root MSE	0.01472

#### *Ecuación IV*

Variable	Coefficient	Std. err.	t	P> t	[95% conf. interval]	
ln_deudaext	0.0001496	0.00081	0.18	0.854	-0.0014403	0.0017396
ln_deudaext_f1	0.0001393	0.000743	0.19	0.851	-0.0013192	0.0015978
ln_deudaext_f2	0.0000695	0.000775	0.09	0.928	-0.0014506	0.0015896
ln_deudat	0.0101487	0.008938	1.14	0.256	-0.0073888	0.0276861
ln_deudalocal	-0.0621509	0.365794	-0.17	0.865	-0.7799121	0.6556102
ln_deudacp	0.0299463	0.016779	1.78	0.075	-0.0029774	0.06287
ln_afcpdeudaext	-0.0000155	0.000232	-0.07	0.947	-0.0004707	0.0004397
ln_afcpdeudaext_f1	-0.0000671	0.000231	-0.29	0.772	-0.0005212	0.000387
ln_afcpdeudaext_f2	-0.0000261	0.000216	-0.12	0.904	-0.000449	0.0003968
ln_yoper	-0.0011628	0.005415	-0.21	0.83	-0.0117877	0.0094621
ln_benef_fin	0.0149476	0.011442	1.31	0.192	-0.007504	0.0373993
ln_af_lag	-0.0006939	0.00059	-1.18	0.24	-0.0018518	0.000464
_cons	0.005273	0.006658	0.79	0.429	-0.0077908	0.0183368

Mean dependent var	0.0013	F-test	0.99
SD dependent var	0.0404	Prob > F	0.4562
R-squared	0.0111	Adj. R-squared	-0.0001
Número de obser	1076	Root MSE	0.04047

**Cuadro 3.7A Test de Wooldridge para detectar autocorrelación (ejecutado manualmente)**

***Ecuación III***

Variable	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	Conf. Interval (Lower)	Conf. Interval (Upper)	Sig
e_lag	0.9788964	0.0133881	73.12	0.000	0.9526214	1.005171	***
Constante	0.0015561	0.0010732	1.45	0.147	-0.0005501	0.0036624	

Mean dependent var    0.0070    F-test                    5346.1  
 SD dependent var     0.0150    Prob > F                0.0000  
 R-squared                0.8541    Adj. R-squared        0.8540  
 Número de obser      915        Root MSE               0.0324

***Ecuación IV***

Variable	Coef.	St.Err.	t-value	p-value	Conf. Interval (Lower)	Conf. Interval (Upper)	Sig
e_lag	0.8002411	0.023283	34.37	0	0.7545451	0.8459371	***
Constante	-0.0001748	0.000211	-0.83	0.408	-0.0005892	0.0002395	

Mean dependent var    0.0013    F-test                    1181.30  
 SD dependent var     0.0404    Prob > F                0.0000  
 R-squared                0.5695    Adj. R-squared        0.5690  
 Número de obser      895        Root MSE               0.00627

**Cuadro 3.8A Factores de Inflación de la Varianza para detectar multicolinealidad**

***Ecuación III***

Variables	VIF	1/VIF
Deuda corto plazo	1.34	0.748844
Deuda total	1.30	0.768149
Act financieros * deuda externa	1.19	0.837323
Act financieros * deuda externa_fl	1.23	0.812098

Act financieros * deuda externa_f2	1.17	0.851893
Deuda externa	1.09	0.918714
Deuda externa_f1	1.14	0.874403
Deuda externa_f2	1.12	0.888979
AF (t-1)	1.14	0.878744
Beneficios financieros	1.03	0.970825
Deuda local	1.01	0.989629
Ingresos operativos	1.01	0.993628
<b>Mean VIF</b>	<b>1.15</b>	

***Ecuación IV***

<b>Variables</b>	<b>VIF</b>	<b>1/VIF</b>
Deuda corto plazo	1.34	0.747502
Deuda total	1.30	0.769738
Act financieros * deuda externa	1.14	0.876495
Act financieros * deuda externa_f1	1.23	0.812098
Act financieros * deuda externa_f2	1.17	0.851893
Deuda externa	1.08	0.924110
Deuda externa_f1	1.05	0.954707
Deuda externa_f2	1.05	0.955642
AF (t-1)	1.09	0.919025
Beneficios financieros	1.03	0.971040
Deuda local	1.01	0.989640
Ingresos operativos	1.00	0.995050
<b>Mean VIF</b>	<b>1.11</b>	

# **Capítulo 4. Las dinámicas salariales y las condiciones laborales: un enfoque cualitativo desde la perspectiva de los actores**

## **4.1 Introducción**

Las transformaciones en el mundo del trabajo a nivel micro-institucional han sido relativamente menos exploradas en comparación con los enfoques macroeconómicos o sectoriales. Desde la perspectiva microeconómica, la mayoría de los aportes abordan estos fenómenos desde la lógica de maximización del valor accionario, asociada a una presión constante por la reducción de costos y el aumento de la productividad (Borsari, 2020). Sin embargo, este proceso no puede comprenderse plenamente sin considerar los factores institucionales y los objetivos que orientan la dirección estratégica de las empresas.

En este sentido, la hipótesis que guía el presente capítulo sostiene que la financierización ha reconfigurado los incentivos y las prioridades corporativas, erosionando los acuerdos tradicionales entre capital y trabajo. Este fenómeno ha introducido nuevas tensiones en el mercado laboral, en la medida en que las estrategias empresariales orientadas al corto plazo han impactado en la calidad del empleo. De este modo, las demandas del mercado financiero, al interactuar con las estructuras de gobernanza corporativa, han moldeado las condiciones laborales en general y la distribución de ingresos en particular.

De allí en más, el presente capítulo adopta un enfoque cualitativo basado en la realización de 30 entrevistas semi-estructuradas a actores de corporaciones no financieras. Este enfoque se inscribe en una estrategia de triangulación metodológica entre métodos cuantitativos y cualitativos, con el objetivo de obtener una visión más completa y matizada de las dinámicas salariales y laborales en el contexto empresarial de Argentina, Chile y México entre 2003 y 2018.

El capítulo se halla compuesto por dos secciones además de esta introducción. La segunda sección revisa la literatura especializada sobre el impacto del mayor poder financiero en la configuración del trabajo, así como su manifestación al interior de las corporaciones no

financieras. La tercera sección discute, en primer lugar, algunas de las estrategias de investigación empírica en el campo de las ciencias sociales. A continuación, se presenta la metodología y el diseño de investigación adoptados para el estudio cualitativo. Posteriormente se realiza un análisis del material empírico obtenido a partir de las entrevistas. Por último, se exponen las conclusiones del capítulo.

## **4.2 La financierización y el mercado laboral**

La literatura especializada señala que la financierización de las economías ha transformado las dinámicas de poder entre el capital y el trabajo. Las demandas de los mercados financieros y los cambios en las formas de gobernanza corporativa repercuten en los mecanismos de determinación salarial y las estructuras laborales. La presente sección examina la literatura especializada, la cual explora estas transformaciones.

### ***4.2.1 La presión de los mercados financieros y el contexto económico, político e institucional***

Las corporaciones no financieras se encuentran atrapadas en la paradoja neoliberal, sostiene Crotty (2003): mientras los mercados financieros les exigen a las corporaciones beneficios cada vez mayores, los mercados de productos, subsumidos en la competencia destructiva y una demanda agregada que permanece contenida, lo vuelven imposible de alcanzar. Para lograrlo, las empresas adoptan una doble estrategia, la cual consiste en reducir costos laborales y aumentar los beneficios a través de canales financieros.

Boyer (2000) argumenta que, en un modelo de acumulación impulsado por las finanzas, el papel central que desempeñaba el nexo entre salario y trabajo en el fordismo es sustituido por nuevas formas institucionales que transforman la norma salarial y ejercen presiones a la flexibilización del mercado laboral, la moderación salarial y la racionalización del estado de bienestar.

En un régimen financierizado, sostiene Boyer, la riqueza se mide a través de los mercados financieros, los cuales operan siguiendo la premisa del *valor para el accionista*. En este contexto, el compromiso entre el capital y el trabajo posiciona a la masa salarial como un mecanismo de ajuste frente a cualquier discrepancia entre los rendimientos reales y los

esperados.<sup>41</sup> Según la naturaleza específica de dicho compromiso, este ajuste puede extenderse también a las horas de trabajo y al nivel de empleo. De esta manera, ‘[...] un régimen basado en la rentabilidad accionarial otorga una prima a aquellos grupos sociales que pueden beneficiarse del aumento de los precios de los activos, mientras que los grupos menos privilegiados tienen acceso solo a empleos inestables y bajos ingresos salariales’ (Boyer 2000, p. 141).

Por su parte, Lazonick y O’Sullivan (2000) sostienen que la ideología del valor para el accionista se ha arraigado como principio de la gobernanza corporativa en Estados Unidos. Los autores trazan la transformación de la estrategia empresarial desde una orientación mayormente centrada en la retención de ganancias y su reinversión en el crecimiento de la empresa hacia un modelo de gestión caracterizado por la reducción de la fuerza laboral y la distribución de ganancias hacia los accionistas.

Más precisamente, durante las décadas posteriores a la Segunda Guerra Mundial, la conducta empresarial se basaba en el principio de *retain and reinvest*. Bajo esta lógica, los beneficios generados por la actividad principal eran retenidos dentro de la organización y reinvertidos estratégicamente para ampliar la capacidad productiva, mejorar la infraestructura, e impulsar la innovación en procesos y productos, favoreciendo al mismo tiempo la expansión y mejora de la calidad del empleo. Este enfoque, no solo impulsaba el crecimiento sostenido de las empresas, sino que también fortalecía el tejido económico y social en el que operaban (Lazonick y O’Sullivan, 2000).

Sin embargo, a partir de la década de 1970, comenzó a consolidarse un cambio de paradigma en las políticas empresariales con el objetivo de aumentar la rentabilidad a corto plazo y satisfacer las expectativas del mercado financiero. Este nuevo enfoque, al que los autores denominan *downsize and distribute*, priorizó la reducción de costos y la maximización de los retornos para los accionistas. Como parte de esta nueva orientación, las empresas buscaron racionalizar sus operaciones a través de la automatización, la tercerización de servicios y la deslocalización de actividades productivas hacia regiones con menores costos laborales. Estas prácticas no solo redefinieron las prioridades internas de las empresas, sino que además tuvieron profundas implicancias en el empleo y la estructura económica global, contribuyendo

---

<sup>41</sup> De esta manera, las decisiones de expansión de la capacidad productiva o su racionalización se hallan subordinadas a criterios financieros.

a un escenario caracterizado por la precarización laboral y la creciente desigualdad (Lazonick y O'Sullivan, 2000; Lazonick, 2013, 2014, 2015).

Roe (2003) complementa este análisis enfatizando la importancia del contexto político e institucional en la estructura de propiedad y los objetivos empresariales. En países con democracias sociales y políticas que priorizan los derechos laborales, las leyes de protección del empleo suelen ser más estrictas. Esto obliga a las empresas a equilibrar los intereses de los trabajadores con los de los accionistas, lo que limita su flexibilidad operativa y desincentiva la toma de riesgos. En este contexto, sostiene el autor, es común encontrar estructuras de propiedad concentradas que permiten a los accionistas mantener un control directo como mecanismo de protección de sus intereses. Por el contrario, en sistemas políticos orientados al mercado con leyes laborales más laxas y una menor protección del empleo, como Estados Unidos o Reino Unido, hay mayor separación entre la propiedad y el control. Estos tipos de marcos institucionales favorecen la existencia de estructuras accionarias más dispersas y una mayor centralidad de los intereses de los accionistas en la orientación de las empresas.

Arribando a conclusiones similares, Sjöberg (2009) propone una perspectiva inversa de análisis, abordando el problema desde la gobernanza corporativa hacia sus implicancias macroeconómicas. Según este enfoque, el gobierno corporativo es entendido como un entramado de intereses con implicancias directas en la forma en la que se distribuyen los retornos de la producción a escala nacional. En configuraciones institucionales cercanas al modelo angloamericano de gobernanza corporativa, donde predomina la orientación hacia el valor para el accionista y una fuerte presión de los mercados de capital, las empresas tienden a priorizar la distribución de retornos financieros hacia los accionistas. Frente a estas presiones, las corporaciones no financieras subordinan objetivos productivos de mediano y largo plazo, lo que repercute en sus políticas laborales y en las oportunidades de ascenso y aumentos salariales dentro de la organización.

En este tipo de modelos, tampoco es de esperar que las empresas asuman costos de capacitación de personal cuando los beneficios de estas inversiones son altamente vulnerables a la rotación de empleados. En consecuencia, la adquisición de estas habilidades tiende a recaer en los trabajadores individuales, lo que puede reforzar las disparidades salariales. Asimismo, cuando las empresas emprenden procesos de reestructuración tales como fusiones y adquisiciones, es frecuente observar una mayor dependencia de formas de empleo

contingente (contratistas, consultores o trabajadores temporales) en lugar de empleo permanente. Este conjunto de estrategias no solo transforma las relaciones laborales dentro de las corporaciones, sino que también contribuyen a explicar la persistencia de desigualdades salariales más amplias, tanto entre distintos grupos de trabajadores como entre países (Sjöberg, 2009).

La lógica de creación de valor para el accionista también puede haber actuado como uno de los mecanismos impulsores de las prácticas de *offshoring*. Auvray y Rabinovich (2019) encuentran que, en Estados Unidos, las ventajas económicas obtenidas de la deslocalización no han sido utilizadas para reinvertir en actividades productivas ni en mejoras en las condiciones laborales. Por el contrario, los autores evidencian que las estrategias de reducción de costos han estado orientadas principalmente a la creación de valor para el accionista, expresada a través de la recompra de acciones y el pago de dividendos.

#### ***4.2.2 Las condiciones del empleo al interior de las empresas***

Froud y otros (2000) sostienen que el disciplinamiento ejercido por los mercados financieros no solo se traduce en mecanismos directos de reducción de costos laborales, tales como despidos masivos, congelamiento de contrataciones, terciarización laboral y subcontratación, entre otros. La financierización también supone, de acuerdo con los autores, mecanismos indirectos de reconfiguración de la fuerza de trabajo.

Un ejemplo de ello lo constituyen las transformaciones en la estructura del empleo a través de la supresión de niveles intermedios de gestión, con el objetivo de lograr una mayor eficiencia a partir de la concentración de la toma de decisiones en las cúpulas más altas. Esto se traduce no solo en mayores cargas de trabajo para los empleados dentro de la organización, sino que también limita las oportunidades de desarrollo profesional, aumentando el estrés laboral y erosionando el compromiso de los trabajadores con la empresa (Froud y otros, 2000). Además, los reordenamientos y la redefinición constante de roles exponen a los empleados a escenarios de incertidumbre permanente, aumentando las presiones para adaptarse rápidamente a nuevas estructuras o procesos (Cushen y Thomson, 2016).

Asimismo, las estrategias orientadas hacia una mayor eficiencia suelen incluir la incorporación de nuevas tecnologías y procesos de automatización, los cuales son más visibles en sectores

donde los retornos son más inciertos o se materializan en horizontes temporales más largos. Por ejemplo, en la industria farmacéutica se ha observado una creciente externalización de actividades, asociada a los elevados costos de I+D y a la incertidumbre sobre los retornos futuros (Andersson, Gleadle, Haslam y Tsitsianis, 2010).

Otras estrategias de reorganización corporativa incluyen la venta de activos no esenciales y los procesos de fusiones y adquisiciones. De forma cada vez más frecuente, las empresas inician procesos de venta de divisiones, plantas o líneas de producción como forma de contribuir a sus objetivos financieros, lo cual acarrea despidos y cambios en las condiciones laborales, además de limitar la diversificación y sostenibilidad de las operaciones corporativas a largo plazo. Asimismo, los procesos de fusiones y adquisiciones también han contribuido a incrementar la inestabilidad laboral. Si bien no pueden negarse los beneficios de estas prácticas en la posición de mercado y su impulso a las economías de escala, también conducen a la eliminación de puestos redundantes y la estandarización de las condiciones laborales hacia niveles más bajos. Esto crea tensiones adicionales para los trabajadores, especialmente durante el proceso de integración cultural entre las organizaciones fusionadas (Froud y otros, 2000).

Inspirados en los aportes de la teoría del proceso laboral sobre la maximización del control y la eficiencia (Braverman, 1974), autores como David Knights, Hugh Willmott y Paul Thompson han contribuido al desarrollo y actualización de esta perspectiva en contextos contemporáneos, incorporando el análisis del impacto del capitalismo financiero y la globalización en el lugar de trabajo. En particular, Thompson (2003) propone la tesis del ‘capitalismo desarticulado’, la cual postula que los distintos componentes del sistema económico -como, las relaciones laborales, la gobernanza empresarial y el proceso de trabajo- que durante el fordismo se encontraban relativamente integrados y funcionaban de manera más o menos coherente, comenzaron a perder articulación en el contexto del capitalismo contemporáneo.

Impulsado por las presiones de los mercados financieros, este proceso ha generado un distanciamiento creciente entre los objetivos de las empresas y los compromisos que históricamente mantenían con los empleados, lo cual se refleja en la creciente incapacidad de las firmas para ofrecer seguridad en el empleo y beneficios laborales estables (Thompson, 2003). Este fenómeno, junto a los procesos de externalización e internacionalización, es señalado por el autor como parte de tendencias de largo plazo en el mercado laboral que

tienden a intensificarse con el tiempo, y que se encuentran estrechamente vinculadas con el fenómeno de la financierización. A continuación, se presentan palabras textuales del autor en las que describe cómo la financierización contribuye a erosionar las condiciones de empleo previamente existentes, dando lugar a escenarios de mayor vulnerabilidad y fragilidad laboral:

*‘El argumento central era que había una creciente divergencia y disfuncionalidad entre los objetivos de los empleadores en los ámbitos del trabajo y el empleo. Se le pide a la mano de obra que invierta más de sí misma (esfuerzo, compromiso, nuevos aspectos del poder laboral como las emociones) en el trabajo, pero los empleadores se están retirando de la inversión en capital humano, lo que se manifiesta en la disminución de la seguridad, las escaleras profesionales, las pensiones y cosas por el estilo. Esta divergencia está principalmente impulsada por la búsqueda del valor para los accionistas (SV) dentro de un capitalismo cada vez más financierizado (...) Los gerentes locales, unitarios y funcionales son encargados de la responsabilidad de lograr un alto rendimiento de la mano de obra, pero carecen de la capacidad para sostener las condiciones habilitadoras’ (Thomson 2013, p.473, traducción propia)*

Si bien, señala Thomson, las nuevas condiciones del empleo características de la ‘era post-Fordista’ aún no ha demostrado ser una causante significativa de movilización por parte de los trabajadores, tampoco se observa que los empleados se hayan mimetizado, ‘adoptando’ las normas corporativas o gerenciales. Más bien, aseguran Cushen y Thomson (2016), las valoraciones especulativas exigidas por las empresas financierizadas son impuestas mediante el despliegue de una serie de mecanismos de transmisión y control dentro del proceso laboral derivados de la lógica financierizada de creación y extracción de valor, que conciben al empleo como un costo variable que puede ser fácilmente reducido.

En este contexto, la reducción de personal se convierte en una estrategia recurrente, implementada mediante despidos, externalización de actividades y procesos de centralización y estandarización en la cadena de suministro. Estos mecanismos se articulan principalmente a través de técnicas contables, donde la disminución de los gastos operativos (OPEX) que incluyen los costos asociados al personal, adquiere un rol central. Reducir estos gastos se convierte en un indicador clave para demostrar compromiso y cumplimiento de objetivos ante los mercados financieros (Cushen y Thomson, 2016).

A su vez, la valorización financiera impulsa una gestión esencialmente cuantitativa basada en medidas financieras centralizadas y de corto plazo para evaluar el desempeño. Aunque los gerentes esperan que sean aceptadas y cumplidas en todos los niveles de la organización, la utilización de métricas numéricas se intensifica en los escalafones más bajos. En este sentido, la utilización de mecanismos punitivos redefine y moldea las conductas y comportamientos de los trabajadores, cada vez más determinados por su contribución cuantitativa al alcance de los objetivos financieros establecidos (Cushen y Thomson, 2016).

Algunas de las dinámicas señaladas en esta sección emergen en el material empírico recopilado a través de las entrevistas, el cual será analizado en las siguientes secciones. Las voces de los actores clave dentro de las empresas ofrecen información rica acerca de las decisiones empresariales y la experiencia laboral cotidiana. En particular, aportan evidencias sobre las políticas y la dinámica salarial, así como sobre las condiciones de empleo en general y su articulación con nuevos paradigmas de gobernanza corporativa en el contexto de cambios en la relación de estas empresas con los mercados financieros.

### **4.3 Financierización, estrategias corporativas y sus efectos en las políticas salariales y las dinámicas laborales: un análisis cualitativo**

#### ***4.3.1 Estrategia de investigación y triangulación metodológica***

Distintos trabajos señalan que la econometría se ha convertido en el método de investigación dominante en el campo de la economía. Algunos de sus defensores destacan el carácter pretencioso de la disciplina, al intentar integrar herramientas provenientes de la matemática, la estadística y la economía. Su popularidad se explica principalmente por su aplicabilidad, el carácter asertivo y la eficacia. El análisis econométrico contribuye, entre otras cosas, a evaluar la validez de teorías económicas y los posibles impactos en políticas públicas, a la vez que permite realizar proyecciones (Pinto, 2011).

Desde el enfoque ortodoxo, cualquier validación en el campo de la economía solo acepta modelos de explicación económica con un enfoque cuantitativo. El dominio de la ortodoxia en el *mainstream* de la disciplina determina, de esta manera, la aplicación casi unánime de un tipo de marco metodológico. Al respecto, Lawson afirma: *‘Para que una contribución sea siquiera considerada como economía (o para captar audiencia) en los círculos*

*predominantes, es requisito que el autor adopte un enfoque matemático y, en última instancia, presente un modelo formal*' (Lawson 2003, p. 4, traducción propia)

Aunque la preeminencia de la matemática reconoce Lawson, *'(...) no implica negar que el proyecto en cuestión esté siempre, de alguna manera, relacionado con fenómenos sociales o, al menos, con categorías sociales. Los economistas no suelen tratar abstractamente solo con las propiedades de operadores (matemáticos) y elementos de conjuntos, sino que se ocupan de variables etiquetadas como "consumo", "ingreso", y similares*' (Lawson 2003, p. 4, traducción propia)

El problema radica, según este autor, en que la concepción o modo de explicación de los aspectos del mundo social bajo este paradigma se realiza a partir del método deductivista, lo cual termina por *'desvincular el proyecto de un contacto inmediato con la realidad*' (Lawson 2003, p. 4, traducción propia). El deductivismo explica la realidad a partir de la derivación lógica de consecuencias o predicciones, que con frecuencia se tratan como leyes (Lawson, 1997). Su aplicación práctica es lo que Lawson (1997) denomina 'sistemas cerrados': un modelo en el cual las relaciones entre las variables son fijas y universales y las condiciones iniciales se hayan estrictamente controladas, lo que determina que el análisis de los fenómenos se realice de forma aislada, ignorando las interacciones externas o los contextos cambiantes.

En la medida en la que la realidad social se halla atravesada por la capacidad de transformación del ser humano, y las interacciones contextuales influyen en los resultados, las relaciones causales son contingentes e imposibles de ser universalizadas. Por ello, asegura el autor, los resultados científicos de los métodos de modelización matemática utilizados por los economistas suponen una visión del mundo simplista (Lawson, 1997). La comprensión y el abordaje de los procesos sociales multidimensionales se ven limitados frente el abuso de métodos cuantitativos, cuya aplicabilidad desatiende metodologías y perspectivas valiosas de otros campos de estudio como la sociología, las ciencias políticas o la antropología (Swann, 2006).

Según Lawson, la comprensión científica de la cuestión social de forma realista requiere la reflexión sobre las presuposiciones ontológicas de los métodos de modelado matemático-deductivista, a partir de lo que denomina un enfoque de 'sistemas abiertos', el cual rechaza la existencia de leyes universales en la medida en que los resultados dependen de la interacción

de múltiples factores en un determinado contexto bajo circunstancias específicas (Lawson, 1997). Al reconocer la naturaleza abierta de los sistemas sociales, este enfoque establece puentes al diálogo entre la economía y el resto de las ciencias sociales (Lawson, 2003).

Downward y Mearman (2006) sostienen que para abandonar la visión simplista de causalidad entre variables es necesario repensar las estrategias de investigación hacia la triangulación metodológica entre métodos cuantitativos y cualitativos. Su propuesta radica en repensar las presuposiciones ontológicas, de vinculación a priori distintas de ambos métodos, enlazando la perspectiva ontológica del realismo crítico y la lógica de la retroducción con dicho enfoque de investigación.

Esta propuesta permite trascender una concepción simplificada de la causalidad entre variables, aportando a la comprensión de por qué y cómo ocurre un determinado fenómeno. En la medida en que los mecanismos subyacentes a los fenómenos no son siempre objeto de observación directa, el estudio cualitativo aporta un nuevo contexto interpretativo para explorar causas a través de los agentes, aportando un cambio de énfasis y capacidad. En este sentido, la triangulación revela distintos aspectos de un mismo problema con el propósito de *'(...) asegurar una comprensión en profundidad del fenómeno en cuestión'* (Denzin y Lincoln 2012, p.53), cuyo abordaje desde distintos métodos potencia a su vez la validez de los hallazgos (Alaminos, 1998).

Por lo tanto, la combinación de métodos cuantitativos y cualitativos emerge como un aporte esencial al entendimiento de la realidad desde el realismo crítico. Mientras que las pruebas econométricas aportan información sobre los aspectos estructurales y causales, y permiten identificar patrones de comportamiento generales, los estudios cualitativos revelan información sobre la naturaleza de la agencia (Downward y Mearman, 2006). Al captar la visión subjetiva de los actores sociales, los métodos cualitativos permiten explorar las motivaciones, intenciones y percepciones subyacentes que dan forma a las decisiones y comportamientos de los individuos (Díaz-Bravo, Torruco-García, Martínez-Hernández y Varela-Ruiz, 2013; Otero García, 2008).

### ***4.3.2 Metodología y diseño del análisis cualitativo: las entrevistas semi-estructuradas***

Como estrategia metodológica se escogió la realización de entrevistas semi-estructuradas por su carácter flexible, dinámico y no directivo (Díaz-Bravo y otros, 2013). A diferencia de las entrevistas estructuradas que limitan la secuencia, el momento en el que se realizan las preguntas y la forma en la que se abordan las temáticas, las entrevistas semi-estructuradas permiten adaptarse al entrevistado a partir de una mediación permanente entre la utilización uniforme de un cuestionario -cuya sistematicidad permite la recopilación y estructuración de datos-, y el curso de la entrevista. En este sentido, su adaptabilidad da lugar a ahondar en aspectos no anticipados previamente y que al entrevistado pueden resultar pertinentes (Flick, 2007).<sup>42</sup>

Con el objetivo de captar experiencias de actores clave de un conjunto determinado de corporaciones no financieras, se utilizó una muestra intencional con informantes estratégicos (Alaminos, 1998). Se consideraron a actores de empresas que cotizan en bolsa que además hayan acudido al mercado internacional de deuda en busca de financiamiento a lo largo del período de estudio, a fin de captar las dos grandes manifestaciones de la financierización analizadas cuantitativamente en el capítulo tres. Pese a que el método de saturación es ampliamente utilizado en estudios cualitativos, la decisión muestral ‘(...) *ha sido fruto de las contingencias de medios y tiempo*’ (Valles 2002, p.68), basándose en criterios muestrales de naturaleza práctica. En este sentido, aunque se contactó a participantes de todas las firmas elegibles según los criterios establecidos, la muestra final quedó conformada por quienes accedieron a participar en las entrevistas, lo que introduce un componente de muestreo por conveniencia en la conformación del conjunto de informantes.

En total se realizaron 30 entrevistas semi estructuradas, de manera que se trata de una muestra pequeña en comparación con el universo de actores de las firmas en cuestión. A pesar de ello, la muestra garantiza heterogeneidad en la representación tipológica socioestructural, a la vez

---

<sup>42</sup> Esto también constituye uno de los puntos débiles de este tipo de entrevistas. El entrevistador debe tomar muchas decisiones *ad hoc*, por ejemplo, cuando y en qué secuencia se realizan las preguntas, el tiempo otorgado al entrevistado para hablar más abiertamente sobre temáticas específicas, prestar atención a la información contextual para evaluar si es necesario realizar una determinada pregunta o si fortuitamente ya ha sido respondida. Este tipo de situaciones ponen a prueba la sensibilidad del entrevistador hacia el curso de la entrevista y hacia el propio entrevistado (Flick, 2007).

que asegura la economía de recursos en la selección final de los individuos a entrevistar (Valles, 2002).

Para probar aspectos metodológicos y refinar el diseño de los cuestionarios, se realizaron primeramente cuatro entrevistas piloto. Durante su desarrollo ocurrió el efecto ‘bola de nieve’ (Alaminos, 1998); los informantes iniciales suministraron nombres de otros miembros de la misma empresa e incluso, en algunos casos, fueron ellos mismos quienes realizaron el contacto.<sup>43</sup> Muchos de las personas contactadas en segunda instancia no habían estado vinculadas a la empresa durante el periodo de estudio 2003-2018, sino en años posteriores. A pesar de esta condición, por tratarse de una prueba piloto, se procedió a realizarles la entrevista. A partir de esta segunda incorporación, fueron en total 8 los participantes que formaron parte del estudio piloto, el cual fue realizado exclusivamente de forma remota en los meses de agosto y septiembre de 2024.<sup>44</sup>

Los resultados revelaron que, en general, los empleados cambian de puesto de trabajo, pero menos frecuentemente de sector. Al tratarse además de empresas grandes, los mismo poseen un conocimiento bastante detallado de las dinámicas empresariales, incluso sobre aquellos períodos en los que no fueron partícipes directos. La información histórica de la que disponen algunos empleados puede considerarse como ‘una forma de compromiso’ con la empresa.

La información sustancial aportada durante las pruebas piloto condujo a la decisión de incluir en la muestra a participantes que hayan estado empleados en un período más reciente o que actualmente trabajan en la compañía. Esto permitió ampliar el número de testimonios, considerando la sensibilidad de los temas tratados y su posible efecto en la disposición de los participantes a colaborar. La menor disposición de algunos actores a ser entrevistados estuvo también justificada por su compromiso con el puesto laboral o su posición en el mundo empresarial, incluso cuando ya no estaban vinculados a la empresa.

Las entrevistas se establecieron sobre la base del envío de correos electrónicos a direcciones disponibles en los sitios web oficiales de las empresas y a través de la búsqueda de perfiles en

---

<sup>43</sup> Cabe señalar, no obstante, que dicho método fue únicamente utilizado durante las pruebas piloto.

<sup>44</sup> Como después del estudio piloto se hicieron cambios en el protocolo de investigación para evitar sesgos y contaminación de la muestra (Díaz-Muñoz, 2020), las personas que participaron en el piloto no se incluyeron en el estudio principal.

la red *LinkedIn*. Los entrevistados fueron informados previamente acerca de los objetivos de la encuesta, su duración y sobre la confidencialidad y el anonimato de las respuestas. Todas las entrevistas fueron grabadas bajo su exclusiva autorización. A aquellos radicados en Argentina se les dio la posibilidad de ser entrevistados personalmente o de manera virtual. Solo cuatro personas prefirieron realizar la entrevista de forma presencial. Los participantes residentes en Chile y México fueron exclusivamente entrevistados de forma remota. Las conversaciones en línea fueron llevadas a cabo a través de la plataforma Zoom durante el período noviembre 2024-enero 2025. Las entrevistas tuvieron una duración de entre 0,5 y 1,5 horas.<sup>45</sup>

Cabe destacar, además, que en más de un caso se entrevistó a personas con distintos roles y niveles jerárquicos dentro de una misma organización. Las visiones subjetivas y las perspectivas interactivas se combinaron y complementaron (Flick, 2007), de manera que la reconstrucción de los relatos de los participantes de una misma institución permitió enriquecer y profundizar el análisis. Esto asimismo facilitó la triangulación de datos; en la medida en que cada uno de ellos aportó un conocimiento diferente sobre la realidad de una misma institución, fue posible contrastar y validar empíricamente los datos y la información obtenida de las distintas fuentes (Alaminos, 1998).

Para hacer operativa la selección de entrevistados y garantizar cierta heterogeneidad, se elaboró una tipología (Valles, 2002) en base al puesto del informante en la empresa: directivos, trabajadores (actuales y ex-trabajadores) y personal de recursos humanos. De esta manera, se elaboraron tres cuestionarios distintos adaptados sensiblemente a las características de cada grupo, estructurados en módulos temáticos (ver anexo). Específicamente, en el caso del grupo de directivos, el objetivo fue conocer en mayor profundidad las decisiones y los objetivos financieros de las firmas, los riesgos asociados, así como sus posibles vínculos con las políticas de remuneración a directivos. Las entrevistas a los trabajadores estuvieron enfocadas en aspectos salariales y condiciones laborales, así como la percepción sobre las estrategias financieras de las empresas y sus posibles impactos en las políticas empresariales-principalmente el empleo y sus condiciones-. Las entrevistas a Recursos Humanos buscaron comprender la forma en la que se determinan y gestionan los salarios y las políticas laborales,

---

<sup>45</sup> Las entrevistas presenciales también se grabaron mediante la plataforma Zoom, aprovechando su función de transcripción automática.

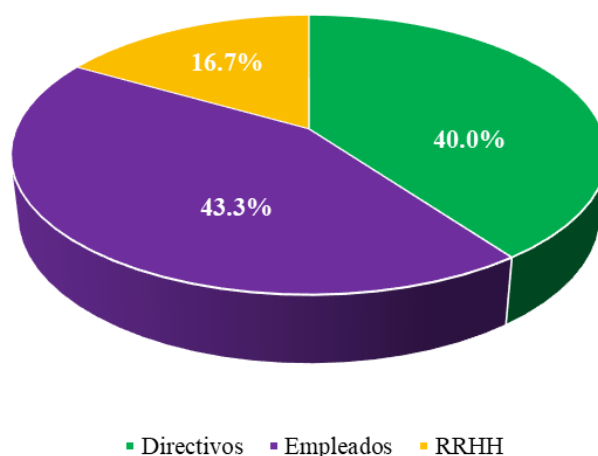
y la manera en la que se desarrollan los procesos de negociación salarial. El cuadro a continuación describe brevemente los temas abordados en cada grupo específico.

**Cuadro 4.1 Tipología de entrevistados por puesto en la empresa**

	<b>Grupo</b>	<b>Eje temático</b>
	Directivos	Decisiones financieras, riesgos asociados, y su nexo con las políticas de remuneración
	Trabajadores	Condiciones laborales y salariales, percepción de la financierización, cambios en las políticas empresariales
	Recursos Humanos	Políticas laborales y salariales, procesos de negociación salarial

Del total de entrevistados, 13 de ellos pertenecen al grupo de trabajadores, 12 al grupo directivos y sólo 5 a la categoría de Recursos Humanos. De esta manera, del tamaño total de la muestra, el 43,3% corresponde a empleados, el 40,0% forma parte de la dirección o responden a ella, y el 16,7% pertenece al área de Recursos Humanos.

**Gráfico 4.1 Composición de la muestra por posición en la empresa (en porcentaje)**

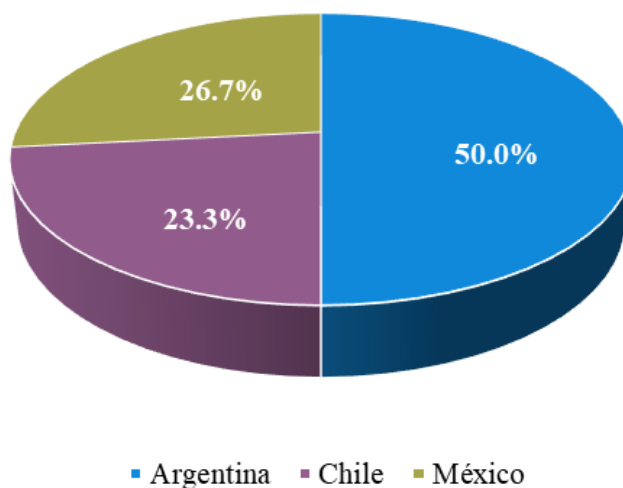


Fuente: elaboración propia

En el caso particular de los directivos, lo ideal hubiese sido entrevistar a directores ejecutivos. Sin embargo, en general es difícil poder comunicarse directamente con ellos. Además, las empresas grandes tienden a proteger las agendas de los estratos superiores de la organización. Por lo tanto, las entrevistas fueron realizadas a actores con un rol decisivo en las decisiones financieras, o con conocimiento sobre las mismas, así como sobre su justificación y su comunicación tanto dentro como fuera de la empresa (directores financieros, gerentes de finanzas, responsables de relación con inversionistas).

Del total de la muestra, 15 entrevistados tienen o han mantenido una relación laboral con una empresa listada en la bolsa de valores de Argentina, 8 con una corporación no financiera que cotiza en la bolsa de valores de México, y 7 con alguna firma que participa en el mercado de valores de Chile. De esta manera, al momento de su vínculo con la empresa, el 50 % de los entrevistados residía en Argentina, el 23,3 % en Chile y el 26,7 % en México. Estos datos se muestran en el gráfico a continuación.

**Gráfico 4.2 Composición de la muestra por ubicación geográfica (en porcentaje)**



Fuente: elaboración propia

Por acuerdos de anonimato estricto con los entrevistados y a fin de proteger su identidad y puestos laborales, no se revelarán ni sus nombres, ni su rol en la empresa, como así tampoco el nombre de la corporación. En este contexto, a los fines de la investigación, y para poder servir a la estrategia metodológica propuesta, los resultados y testimonios obtenidos serán referidos por sector económico (ver tipología capítulo 3, cuadro 3.1) y grupo de entrevistados (cuadro 4.1).

En términos generales, las preguntas buscaron explorar tres grandes áreas. En primer lugar, los participantes fueron consultados acerca de los ingresos financieros de la empresa, la distribución de recursos y los elementos que definen o condicionan las políticas remunerativas. El segundo eje estuvo centrado en la emisión de deuda extranjera, examinando sus vínculos con posibles cambios en las decisiones estratégicas, las políticas de remuneración y los riesgos asociados, así como las estrategias implementadas para mitigar estos potenciales riesgos. Finalmente, se buscó recopilar testimonios sobre dinámicas salariales y otros aspectos no capturados por el análisis econométrico, pero no así menos importantes, como los procesos de negociación laboral, las condiciones de empleo y las estrategias para atraer y retener talento.

El procesamiento de los datos se realizó utilizando la opción *Live Transcript* de las grabaciones de Zoom, corrigiendo manualmente la transcripción cuando se detectaron inconsistencias. La sistematización de la información se realizó mediante codificación manual como ‘regla de oro’, aunque reconociendo los beneficios de los métodos asistidos por computadora (Nelson y otros, 2021). Como estrategia se realizó una codificación inductiva, a partir de las respuestas de los entrevistados y una codificación teórica, persiguiendo cierta precisión para que la triangulación resulte lo más efectiva posible. Finalmente, para delimitar los temas se realizó una re-codificación. En algunos casos, los resultados fueron enviados a los entrevistados para garantizar que la narrativa refleje lo más fielmente posible lo que han querido expresar, pero también para verificar que su identidad fue totalmente protegida (Mieles Barrera, Tonon y Alvarado Salgado, 2012).

Las preguntas realizadas a los trabajadores apuntaron a la subjetividad y la percepción de los entrevistados sobre las actividades y los objetivos financieros de la empresa en relación a las condiciones del empleo. El material cualitativo y narrativo obtenido de los relatos de los trabajadores se complementa con el enfoque más técnico y cuantificable de las entrevistas a los directivos.<sup>46</sup> Si bien son comparativamente menores, los testimonios brindados por el personal de Recursos Humanos aportaron información valiosa sobre la ejecución y el impacto de las políticas corporativas. Estas narrativas permitieron echar luz sobre las políticas salariales en corporaciones específicas. Si bien en la mayoría de los casos esta información es de fácil acceso, tal como se verá a continuación en los relatos de los actores, constituye un proceso complejo, y en algunos casos, poco transparente.

#### ***4.3.3 Las estrategias financieras de las corporaciones no financieras***



Las entrevistas realizadas a trabajadores de diversas corporaciones no financieras buscaron explorar sus percepciones sobre las condiciones laborales y salariales, así como sobre las políticas empresariales vinculadas a la financierización. Si bien algunos entrevistados no

---

<sup>46</sup> En el diseño de las entrevistas a los directivos se ponderaron los factores tiempo, eficacia en las respuestas y la obtención de datos procesables. En general, quienes ocupan cargos directivos o trabajan estrechamente con la dirección, disponen de menos tiempo para elaborar respuestas largas. Teniendo en cuenta esto, se trabajó con preguntas claras con opciones cerradas. Además de ser fáciles de responder, evitan respuestas ambiguas o evasivas, las cuales pueden esperarse si se tratan temas sensibles. Este tipo de preguntas brindan además la ventaja de obtener datos comparables y cuantificables fácilmente recolectables.

podieron ofrecer respuestas concretas respecto de este último aspecto -ya sea por su rol, que no les permitía tener visibilidad sobre este tipo de decisiones, o por su antigüedad en la empresa, insuficiente para identificar transformaciones estratégicas de más largo plazo-, otros proporcionaron percepciones claras y detalladas que revelan un creciente compromiso de las empresas con prácticas financieras.

En este sentido, varios expresaron que, desde su punto de vista, las actividades financieras habían adquirido un peso cada vez más importante en las estrategias corporativas. Uno de los entrevistados, ex empleado de una empresa del sector Actividades Primarias, al ser consultado sobre el peso de las actividades financieras respecto a las actividades productivas, reveló:

*‘Es una buena pregunta. Si bien tienen activos reales, esa es su principal actividad, son muy ágiles y muy listos en todo lo que son maniobras financieras. Salir al mercado cuando tienen que salir...eh... son muy oportunistas’*

Al precisar si consideraba que estas prácticas se habían intensificado, respondió: *‘Sí, sí, completamente’* (...) *‘Digamos, el contexto internacional fue muy favorable’* [Silencio]

Algunos de los testimonios permitieron asociar esto a un cambio en las prioridades estratégicas en el contexto de la financierización. Un entrevistado, empleado del Sector Servicios de Transporte, describió cómo se reorientaron los objetivos de la empresa entre 2008 y 2010:

*‘Me han contado cómo funcionaban las cosas antes [Continúa la conversación] Antes de eso vivían la buena vida’* [Proporciona un breve relato sobre cómo eran, por ejemplo, las fiestas de fin de año] *Ahora impensado una fiesta de fin de año. Ahora vivimos la vida austera. Es todo muy controlado en cuanto a costos. [Antes] Los salarios eran bastante buenos, por encima del precio de mercado [Continúa la conversación] Cada vez que se han incorporado más inversionistas yo he visto que se empiezan a hacer más estrictas las políticas salariales’*

Este tipo de percepciones refleja cómo los trabajadores interpretan la creciente presencia de inversionistas como un factor asociado a una mayor disciplina en materia de costos y remuneraciones.

Por su parte, una trabajadora del sector Manufacturas ya no vinculada a la empresa declaró: *‘O sea, yo creo, que como siempre se veía, o como yo entendía que se veía... Digamos que toda la parte financiera era como gasolina para el negocio y gasolina para todas las cosas y proyectos que se quería hacer’*

Sin embargo, más adelante, tras recorrer tópicos vinculados a la cultura empresarial, la entrevistadora retomó, en el marco de la conversación, la cuestión de la significancia de las actividades financieras. Cuando se le preguntó, concretamente, si la empresa obtenía ingresos considerables de las mismas o si el grueso de los beneficios provenía de la actividad principal, se pudo detectar un cambio en la línea argumentativa:

*‘Yo creo que las dos cosas [El relato vira hacia cuestiones personales y la entrevistada solicita que se le repita la pregunta] ‘Si, en realidad de las dos (...) X ha sabido sacar valor, no nada más justamente de su actividad principal que es Y, sino también de la reputación que tiene. Creo que también aprovechó esa reputación para que haya mucho ingreso por el lado financiero’*

Por su parte, cuando se les preguntó si percibían alguna relación entre los mayores ingresos financieros y los salarios o la estabilidad laboral, los entrevistados manifestaron no encontrar un vínculo estrecho.

Entre las prácticas financieras más comunes, los trabajadores señalaron como estrategias recurrentes la dilución de acciones, la emisión de bonos y la emisión de acciones orientadas a la gestión de riesgo (*hedging*, condiciones de pago por ejemplo a 90 días, *fix price* en determinados proyectos).

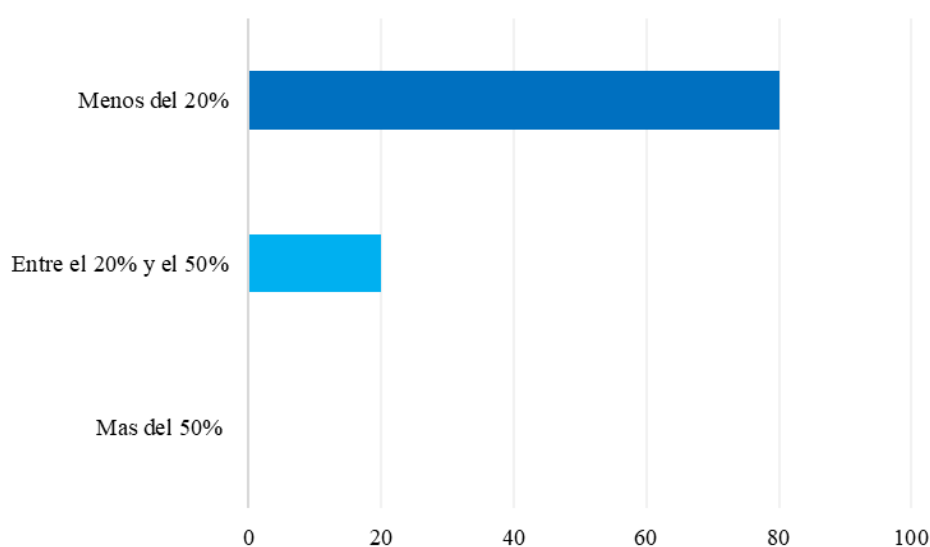
Una posible interpretación es que la dilución forme parte de una lógica de revalorización del precio de las acciones o de un programa de incentivos a los directivos. Las estrategias de gestión de riesgo también podrían estar pensadas en términos de valorización accionarial, teniendo en cuenta que no se observaron intenciones por parte de estas empresas de reducir su actividad en los mercados de deuda internacionales.



Los cuestionarios realizados al personal directivo estuvieron orientados a obtener información cuantitativa sobre la representatividad de los ingresos financieros en el total de los ingresos, los determinantes de la remuneración a directivos, y la forma en la que se distribuyen los recursos en la organización. A continuación, se analizan gráficamente los resultados obtenidos.

Sobre el porcentaje de ingresos provenientes de actividades financieras, el 80% de los entrevistados indicó que éstos han representado menos del 20% del total de los ingresos, mientras que el 20% restante sostuvo que la proporción de ingresos financieros ha oscilado entre el 0,2 y el 0,5 del total (gráfico 4.3). Sobre el origen de los ingresos restantes, todos ellos aseguraron que los mismos se han realizado a través de la actividad principal.<sup>47</sup>

**Gráfico 4.3 Distribución del porcentaje de ingresos provenientes de actividades financieras**

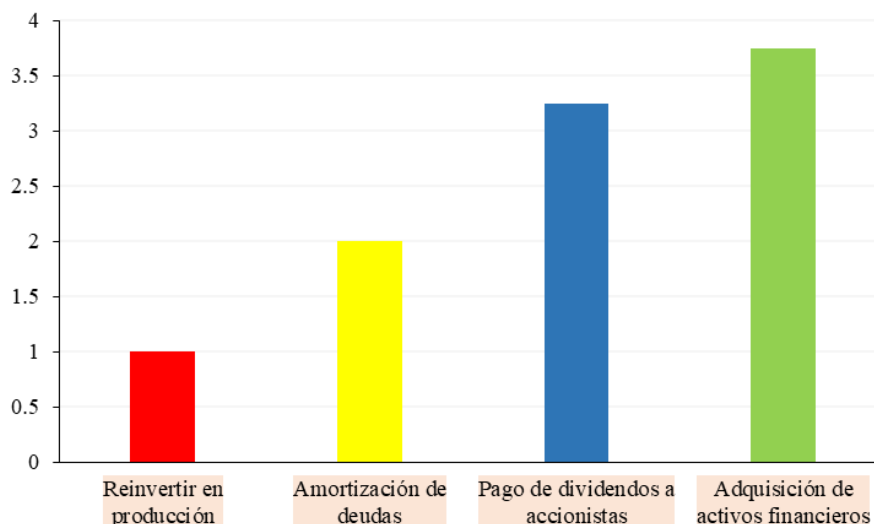


Fuente: elaboración propia en base a entrevistas semi-estructuradas

<sup>47</sup> Estos resultados, sin embargo, deben interpretarse con cautela, dado el carácter parcial de la información disponible. Luego de inclinarse por la primera opción, uno de los entrevistados sostuvo *‘Cabe señalar aquí, es algo que no revelamos generalmente, pero en beneficio de la tesis, vamos a hacerlo... Pero en términos de lo que es el bottom line, la utilidad, la participación es mucho, muuuucho mayor. Osea, voy a mencionar un número, arriba del 30% de las utilidades provienen de crédito [refiriéndose al crédito otorgado a los clientes a través de tarjeta]*.

El gráfico 4.4 da cuenta de la asignación de prioridades en la distribución de recursos.<sup>48</sup> Según los entrevistados, los recursos han sido reorientados, en primer lugar, a la reinversión en producción, seguido por la amortización de deudas. El pago de accionistas fue escogido en tercer lugar, mientras que la adquisición de activos financieros ocupa el último lugar en orden de importancia.

**Gráfico 4.4 Promedio de prioridades en la distribución de recursos corporativos**



Fuente: elaboración propia en base a entrevistas semi-estructuradas

De esta manera, las respuestas revelaron un enfoque estratégico en la asignación de recursos, aunque su análisis también permitió detectar cierta dificultad para establecer prioridades claras. Un ejemplo de ello fue la respuesta provista por un responsable de relaciones con inversionistas del sector Comercio. Al comienzo de su declaración, el entrevistado escogió el pago de dividendos como prioridad principal, señalando que éste correspondía al 20% de la utilidad neta, destacando su importancia como una declaración formal de la política corporativa. El segundo lugar fue asignado a la amortización de deuda, enfatizando el fuerte compromiso de la empresa con las obligaciones contraídas. Las dos últimas posiciones las ocuparon la reinversión en producción y la adquisición de activos financieros, respectivamente, subrayando el interés constante de la empresa en crecer.

Una vez abordado cada uno de estos puntos, reconoció que era difícil establecer un orden de prioridad al contar todos ellos con igual nivel de importancia, indicando que tres de las

<sup>48</sup> Para poder ser representadas gráficamente, las mismas fueron agrupadas y promediadas.

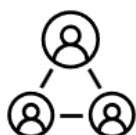
opciones tienen base anual, pero que la amortización siempre está presente como parte del fuerte compromiso de la empresa con sus acreedores. Frente a ello, reconoció finalmente la dificultad para poder brindar una respuesta concluyente. De esta manera, las contradicciones, el orden en que fueron seleccionados cada uno los puntos a escoger, y la vasta capacidad argumentativa podrían reflejar, en este sentido, una escala de valorización implícita.

Las preguntas de seguimiento evidenciaron, a su vez, fuertes contradicciones entre los órdenes de prioridad establecidos inicialmente y la experiencia de los actores. Por ejemplo, un Especialista en Relación con Inversionistas del sector Manufacturas, ya no vinculado a la empresa, reveló abiertamente que en el contexto de las Crisis Financiera Internacional y los años posteriores:

*‘Lo que se hacía era pagar las acciones que habían comprado con deuda aprovechando justamente un exceso de liquidez. Tomaron créditos de bancos y pusieron en garantía las acciones. Y dijeron, te voy a pagar con los dividendos. Con lo cual se cambió la política de dividendos y prácticamente todo lo que hacía la compañía era pagar dividendos’*

Estas declaraciones describen un mecanismo concreto que conecta el endeudamiento y el *shareholder value*, los dos canales de la financierización que fueron abordados separadamente en esta tesis. La idea de que el canal del endeudamiento obliga a generar flujos para los accionistas, reforzando su valor, llama la atención acerca de la importancia de estudiar los vínculos entre ambos canales, dando lugar a nuevas líneas de investigación.

Sobre los principales determinantes de la remuneración a directivos, el desempeño financiero fue señalado como un componente esencial, junto al cumplimiento de objetivos estratégicos. También adjudicaron cierto peso al desempeño individual y, solo en un caso, se reconoció que el desempeño accionario ‘puede jugar a veces algún papel’.



Las preguntas realizadas al personal de recursos humanos tuvieron como objetivo indagar acerca del vínculo entre los directivos y los trabajadores en la negociación de los salarios, la influencia de los resultados financieros de las empresas en la cuestión salarial, y, en sentido más amplio, la existencia de posibles tensiones entre los objetivos operativos y

financieros de la empresa. Los relatos, en general, se construyeron en referencia a la dinámica productiva. Incorporar aspectos financieros en las declaraciones requirió un esfuerzo constante por parte del entrevistador para dirigir la conversación hacia ese ámbito.

En relación a la influencia de los resultados financieros, los entrevistados revelaron, de forma unánime, que los mismos no impactan en la determinación de los salarios. Si bien indicaron desconocer su influencia en las políticas internas en general, los entrevistados negaron que existiera un vínculo entre los objetivos financieros de la firma y la política salarial. Las personas entrevistadas sostuvieron que Recursos Humanos opera de forma independiente, y que el diálogo con el área financiera de la empresa es escaso. En muchos casos, describieron los elementos clave que intervienen en el diseño de la política salarial: la estrategia corporativa, el mercado laboral, el contexto macroeconómico, la estructura jerárquica y las normas legales y sindicales, entre otros.

Por ejemplo, al preguntarle a uno de los entrevistados del sector manufacturero sobre la actividad financiera de la empresa, se le planteó la siguiente pregunta:

*‘Cuando veo los datos, por ejemplo, en Bloomberg, C estuvo muy activa en el mercado internacional en la emisión de deuda en dólares. ¿Algo de eso ha impactado en la definición de la cuestión salarial o laboral?’*

En su respuesta, el entrevistado omitió referirse al endeudamiento en moneda extranjera - aspecto señalado explícitamente por la entrevistadora- y, en cambio, hizo referencia a la evolución del precio de las acciones:

*‘Nosotros no vemos ninguna afectación en la definición ni de salarios, ni de aumentos, ni de beneficios, que estén por temas como el que decías (...) Si vos ves también, y esto es público. Si vos ves la acción, el valor de la acción, estuvimos muy fuertes en [se menciona una fecha] con el crecimiento de la acción disparado (...) Ahora debemos estar en [indica un valor accionario más bajo] Entonces si vos ves la evolución de la acción, está golpeada, pero el resultado de la compañía, hay crecimiento, sigue siendo resultado positivo’*

A través de la técnica de validación cruzada, las respuestas fueron contrastadas con las provistas por los trabajadores de las mismas empresas. Las posturas revelaron divergencias en

relación a la importancia del sector financiero. Mientras que los trabajadores señalaron que el sector financiero tiene un peso importante o que los ingresos por esta vía pueden equipararse a los que se realizan a través de la actividad principal, el personal de recursos humanos sostuvo que los objetivos y resultados financieros no son determinantes en, al menos, la cuestión salarial. Esto exhibe grandes diferencias en cuanto a la percepción de las prioridades estratégicas y su reflejo en la política salarial entre las distintas áreas o niveles jerárquicos de una misma empresa.

En cuanto a la pregunta acerca de la relación entre directivos y trabajadores en el proceso de negociación salarial se pudo detectar cierta uniformidad en las declaraciones, caracterizadas por la omisión a la figura del directivo. En general, los relatos se construyeron en torno a las políticas de la empresa y el énfasis en el cuidado a los empleados. En el caso de empresas que operan en múltiples países, se discutieron asimismo las diferencias en los procesos de negociación en cada jurisdicción. Allí surgieron elementos importantes en la determinación salarial como fenómeno multicausal, reavivando el concepto de poder de negociación.

A modo de conclusión, los testimonios de los trabajadores aportan una perspectiva valiosa que sugiere la existencia de cambios en las estrategias corporativas, cada vez más orientadas al corto plazo, favorecidos por el escenario de abundante liquidez global posterior a la crisis. Algunas de las declaraciones también señalan una creciente centralidad de los ingresos financieros, cuya importancia puede equipararse en algunos casos a la de los ingresos productivos. Esto podría entenderse en el contexto de una transformación de las prioridades estratégicas de las empresas, desde una política de *'retain and reinvest'* centrada en el crecimiento a largo plazo hacia un modelo de *'downsize and distribute'*, que prioriza la creación de valor para los accionistas bajo una estrategia de minimización de costos, de acuerdo a lo postulado por Lazonick y O'Sullivan (2000).

Estos cambios plantean interrogantes acerca de su impacto tanto en la cultura organizacional como en las políticas salariales. Desde la perspectiva de Recursos Humanos las entrevistas sugieren una capacidad limitada de incidencia en estas decisiones estratégicas, en la medida en que la cuestión salarial responde principalmente a criterios y estrategias definidos por la empresa y a lo establecido en los convenios colectivos de trabajo, ambos enmarcados en el contexto de la política nacional del país en el que operan.

Por su parte, la información provista por los directivos dejó entrever ciertos matices. Si bien las respuestas con opciones cerradas fueron contundentes y revelaron una participación pequeña o moderada de los ingresos financieros en la mayoría de los casos, las preguntas de seguimiento evidenciaron ciertas contradicciones que permitirían suponer respuestas implícitas, las cuales validan la importancia, por ejemplo, del pago a dividendos. Esto fue confirmado por algunos entrevistados -particularmente ex-empleados-, quienes aportaron información adicional que respalda la tesis de la financierización.

La triangulación de hallazgos cuantitativos y cualitativos, por su parte, ha permitido complementar la interpretación de los resultados y aportar indicios sobre las dinámicas corporativas que subyacen a los patrones observados en los datos. En primer lugar, los relatos sugieren que el desempeño financiero y el cumplimiento de objetivos estratégicos ocupan un lugar destacado como determinantes de la remuneración a directivos. Este tipo de testimonios resulta consistente con los resultados cuantitativos, que muestran efectos robustos de los mecanismos de desempeño e incentivos sobre la remuneración a directivos respecto del capital productivo.

Si bien el material cualitativo no fue recolectado con un diseño sectorial específico, algunos de los testimonios permiten ilustrar mecanismos consistentes con los resultados obtenidos en el análisis econométrico. En particular, algunas declaraciones de los entrevistados del sector Manufacturas sugieren una mayor centralidad en la política de dividendos en la estrategia corporativa, reforzando una orientación hacia la generación y distribución de valor para los accionistas (*shareholder value*), incluso cuando ello implica destinar una mayor proporción de las utilidades a su distribución en lugar de a la reinversión productiva. Este tipo de testimonios resulta coherente con los resultados cuantitativos, que muestran que el pago de dividendos tiene efectos negativos y significativos sobre la intensidad salarial respecto del capital productivo.

Los testimonios también indican que los ingresos financieros han jugado un papel relevante en dicho sector. Si bien esta variable no resulta significativa en las estimaciones econométricas, la acumulación de activos financieros se vincula positiva y significativamente con la intensidad de la remuneración a directivos respecto del capital productivo, lo que sugiere que dicha acumulación podría estar asociada a la generación de ingresos financieros dentro de las empresas.

Por su parte, la orientación hacia la creación de valor para los accionistas también aparece reflejada en algunos testimonios vinculados al sector Comercio, aunque en este caso los resultados cuantitativos no presentan efectos estadísticamente significativos.

#### ***4.3.4 El financiamiento en el mercado internacional***



En relación con el canal del endeudamiento, se buscó conocer las percepciones de los empleados sobre los posibles cambios en la firma asociados a su mayor participación en los mercados internacionales de deuda, así como sobre las transformaciones en las políticas salariales y las condiciones laborales. Fueron pocos quienes declararon estar al tanto de estas operaciones, mientras que otros afirmaron no conocer el proceso en profundidad para poder brindar una opinión fundada al respecto. No obstante, se logró recabar testimonios valiosos que permiten advertir que las firmas no han sido indiferentes al contexto internacional.

Mientras que algunos entrevistados sostuvieron que el financiamiento en los mercados internacionales se realizó principalmente con motivos productivos, otros reconocieron vinculación con cambios en la orientación de la empresa, en particular con la adopción de políticas dirigidas a la optimización financiera. En este sentido, varios testimonios señalan que las empresas han ejercido una creciente presión sobre los costos operativos, lo que podría interpretarse como una estrategia preventiva o reactiva frente a los riesgos asociados al endeudamiento en moneda extranjera, tal como se discutió en el capítulo 3.

Asimismo, para cumplir con los objetivos financieros establecidos, el retorno mínimo operó como una norma general que orientó el desarrollo de la actividad productiva, especialmente en sectores intensivos en capital como el transporte y las manufacturas. En estos sectores, donde la actividad suele organizarse en torno a proyectos, el retorno esperado funcionó como un mecanismo de monitoreo: si no se alcanzaba en alguna etapa del proyecto, este podía ser suspendido.

Según los entrevistados, este tipo de decisiones no afectó directamente a la planta permanente de la empresa, ya que los profesionales que participaban en estos proyectos solían ser

subcontratados. En consecuencia, ante una eventual cancelación, la empresa solo afrontaba los costos derivados del incumplimiento contractual con la firma subcontratada.

Esto pareció tener efectos en la política salarial. Por un lado, se generó una variabilidad significativa en los beneficios adicionales vinculados a la concreción de proyectos. De modo que, si el retorno esperado no se cumplía, el proyecto se cancelaba y ello podía afectar las metas personales anuales de los empleados.

Además, las restricciones presupuestarias y las exigencias del retorno mínimo parecieron condicionar la capacidad de la empresa para ofrecer salarios competitivos (ver sección siguiente) e incentivos para retener talento. Al respecto, un empleado del sector Transporte declaró lo siguiente:

*‘He estado en varios comités donde se tratan las dotaciones (...) por ejemplo tenía una analista que me llegó con una carta de oferta y fui con el director y le dije: Oye, mira esta analista. Es bastante buena. No quiero que se vaya... ¿qué podemos hacer? Y me dijo: ¿Es de la NASA? No, respondí. Entonces que se vaya, podemos conseguir a otra persona (...) Y esto está muy atado, digamos, a cuando la empresa sale a financiarse en el mercado internacional’*



Los directivos proveyeron información diversa relacionada al impacto de la Crisis Financiera Global en las decisiones estratégicas de la empresa, los motivos del financiamiento en los mercados internacionales, y sus efectos en las decisiones internas y en la remuneración a directivos. También se trataron aspectos como los riesgos del endeudamiento y las estrategias implementadas para mitigarlos.

En general, los entrevistados reconocieron, en mayor o menor medida, el impacto de la crisis de 2008 tanto en el nivel de actividad como en las decisiones estratégicas de la firma. Sin embargo, en numerosas situaciones este impacto apareció entrelazado con otros fenómenos, como tensiones políticas a escala nacional, situaciones de sobreapalancamiento, cambios en la estructura de propiedad o gobernanza, e incluso episodios de quiebra. En este sentido, el material cualitativo no siempre permite aislar con precisión los efectos atribuibles

exclusivamente a la crisis, ya que los testimonios tienden a situar estos procesos dentro de un contexto institucional y económico más amplio.

En relación con el panorama de los mercados financieros internacionales tras la crisis, los entrevistados señalaron, en general, que no existió una necesidad creciente de financiarse en moneda extranjera. Por el contrario, las empresas habrían sabido capitalizar el escenario de alta liquidez global, aprovechando las condiciones favorables de financiamiento a bajo costo. Según lo declarado, el crédito se destinó principalmente a actividades productivas, aunque no en todos los casos de manera exclusiva.

Cabe señalar que por esos años Argentina atravesó una ‘etapa especulativa a la Minsky’ (Chena y Buccella, 2018) caracterizada por tensiones en el sector externo frente a la presión creciente sobre la demanda de divisas, no solo necesarias para satisfacer las necesidades productivas, sino también para afrontar los compromisos de deuda externa contraída en décadas anteriores. Las tensiones en el frente financiero dificultaron fuertemente el acceso del país al financiamiento internacional. Si bien es cierto que el sector corporativo mantiene cierta autonomía en la búsqueda de financiamiento, especialmente si se trata de firmas que cotizan en bolsa, el contexto macroeconómico ejerce una presión adicional sobre las decisiones financieras de estas empresas.

En este contexto, los entrevistados de empresas argentinas describieron algunas de las estrategias desarrolladas para hacer frente a las restricciones de capital, principalmente enfocadas en la calidad del plan de negocios y la solidez de la estructura organizacional y financiera. Cabe la pena destacar una de ellas por su significancia a los propósitos de esta tesis, la cual consistió en la integración, bajo un solo equipo, de los segmentos relación con inversores y estructuración de deuda, en un intento por optimizar la coordinación entre la gestión de obligaciones y los procesos de financiamiento. Esto es interesante porque evidencia nuevamente un diálogo entre el canal de la financierización y el de la deuda.

Esta interacción también se pone en juego en, por ejemplo, la política de remuneración a directivos. Hay casos en los que el valor de los accionistas ha estado restringido o financieramente comprometido por las obligaciones contraídas, así como por factores como restricciones legales o regulatorias. Esto lleva a pensar las posibles formas en las que ambos canales interactúan, planteando potenciales escenarios de financierización. Por ejemplo, puede

plantearse una sinergia entre el endeudamiento en moneda extranjera y el valor para los accionistas, tal como se observó en la sección anterior, o puede ocurrir, tal como lo declarado en algunas ocasiones, un escenario de política de propiedad restringida atada a una participación activa en los mercados internacionales.

Más allá de los esfuerzos realizados por las empresas para adaptarse a las restricciones de capital, el escenario económico internacional jugó un papel esencial. El estallido de la crisis financiera y la posterior implementación de políticas de flexibilización cuantitativa en los países del norte global creó un escenario favorable para estas empresas. Al respecto, un ex responsable de Relaciones con Inversionistas señalaba lo siguiente:

*‘Con la Argentina en la mira negativa de los mercados mundiales y un montón de ‘question marks’ de lo que iba a pasar, el escenario te favorece porque todo el mundo... osea, el palo que se pega Estados Unidos y la política de tasas negativas que toman un montón de bancos centrales y el exceso de liquidez en los mercados es como que anima a un montón de inversores a decir ‘bueno, pero yo necesito yield’... entonces eso te da que los dólares estaban disponibles. Estaban mirando la región, estaban en busca de oportunidades’*

En cuanto a los riesgos asociados a la emisión de deuda en moneda extranjera, en general el sobre apalancamiento ha sido descartado, sobre todo en los primeros años del periodo. Sí se mencionaron riesgos de repago tras la caída del precio de los *commodities* en el año 2014.<sup>49</sup> Recordemos que muchas de estas empresas están abocadas a la producción de bienes primarios o de escaso valor agregado, cuyo desempeño está fuertemente vinculado al escenario internacional. En este contexto, ninguno de los tres países llevó a cabo una devaluación oficial de su moneda, pero las tensiones en el mercado cambiario condujeron a la depreciación de las monedas locales, potenciando la vulnerabilidad externa. En general, las estrategias para mitigar estos impactos provinieron de un conjunto de medidas contracíclicas implementadas por los respectivos estados.

---

<sup>49</sup> Miranda-Agrippino y Rey (2012) encuentran una correlación estrecha entre los precios de las materias primas y la aversión al riesgo y la incertidumbre global, sugiriendo que los precios de los *commodities* también siguen el ciclo financiero global.



En el caso de Recursos Humanos, todos los entrevistados ingresaron a la empresa a partir del año 2013, lo que dificultó la obtención de testimonios sobre eventos anteriores. Sin embargo, la comparación con la Crisis COVID-19 fue traída naturalmente a la conversación, describiendo algunas de las estrategias llevadas a cabo para mitigar sus efectos, argumentando que esa misma batería de estrategias podría haber sido implementada en otros contextos de crisis. En todos los casos, aseguraron que no se produjeron despidos, pero sí se aplicaron estrategias de racionalización de costos, como el congelamiento salarial, la suspensión de beneficios adicionales, la introducción de un bono adicional para sectores como el *retail* (que operan por comisión), y la suspensión de inversiones productivas, entre otras.

A modo de conclusión, los testimonios revelaron que el escenario de liquidez global tras la crisis introdujo cambios relevantes para estas empresas. Desde la perspectiva de los empleados, el objetivo de la participación en los mercados de deuda internacional parece haber sido principalmente productivo. No obstante, las declaraciones del personal cercano a la dirección contradicen, en parte, esta postura, al señalar que las empresas no se endeudaron en moneda extranjera con el fin de operar o invertir, sino que aprovecharon las condiciones favorables de financiamiento a bajo costo.

De ahí en más que, las preguntas en relación al escenario internacional y el endeudamiento externo dieron cuenta de la existencia de posibles interrelaciones entre el endeudamiento en moneda extranjera y la creación de valor para el accionista, algo que ya había sido advertido en la sección anterior, y cuya configuración puede dar origen a ‘distintos escenarios de financierización’.

La triangulación de métodos permite respaldar las evidencias cuantitativas asociadas al coeficiente intermediarios sustitutos. Las declaraciones de los trabajadores señalaron directamente las limitaciones en la capacidad de estas empresas de ofrecer condiciones salariales competitivas en contextos de participación en los mercados de bonos internacionales. Asimismo, en la medida en que -según lo declarado por el personal directivo- al menos una parte de la deuda no fue utilizada con fines productivos, podría pensarse que, además del pago de dividendos -como muestran las evidencias cualitativas-, los recursos

fueron destinados a la acumulación de liquidez, la adquisición de activos financieros o a la realización de operaciones de *carry trade*. En estos casos, la expansión del balance no se traduce en un aumento proporcional del empleo ni de la masa salarial, lo que contribuye a reducir la intensidad salarial respecto del total de activos.

Esto podría entenderse en un contexto más amplio de cambios estratégicos orientados a la optimización financiera y la minimización de costos, bajo el cual las condiciones salariales y de empleo se convierten en una variable que debe ser ajustada para cumplir con las expectativas de ganancia.

#### ***4.3.5 Las dinámicas salariales y las condiciones del empleo***



Pudo detectarse una evidente incomodidad ante ciertas preguntas relacionadas a políticas remunerativas, lo que sugiere la sensibilidad del asunto y una posible cultura organizacional que desalienta la discusión abierta sobre estas temáticas. Cuando se le consultó a una ex-empleada del sector manufacturero sobre las variables determinantes de la política salarial, brindándole algunos ejemplos a modo de referencia, la misma expresó:

*‘Sí, las esas que mencionas, ósea, sí, las que mencionas... [silencio; evidente incomodidad] Vos después me pasas esto, todo lo que vas a anotar, ¿no? [Refiriéndose a la tesis] Por las dudas, porque son preguntas muy puntillosas [Continúa la conversación]. Han pasado situaciones con la empresa X. Si bien yo ya no trabajo ahí, no quiero conflictos’*

Por otra parte, los entrevistados indicaron que estas empresas ‘son una buena escuela para generar curriculum, ‘razón por la cual aceptan un salario menor al que ofrecen otras compañías del mismo sector (curiosamente de las mencionadas en las entrevistas, ninguna de las que se presentan como alternativa son entidades cotizadas). De esta manera, los testimonios revelan que las firmas bajo estudio construyen una política de salarios por debajo de los niveles de mercado la cual está basada en su reputación.

Además del prestigio, los trabajadores también hicieron hincapié en los incentivos complementarios que estas empresas ofrecen. De acuerdo con lo declarado, los bonos por desempeño constituyen el principal beneficio monetario adicional, aunque también juegan un

papel importante los pagos por cumplimiento de objetivos y productividad. En el caso de las empresas que prestan servicios, una variable bien ponderada son los descuentos en servicios de la propia empresa.

En general, no se mencionaron propuestas para una mejora de las condiciones laborales a través de canales colectivos, sino que las alternativas fueron pensadas desde un enfoque estrictamente individual. Una estrategia recurrente como mecanismo de negociación consistió en presentar propuestas de trabajo mejor pagas para la obtención de aumentos salariales. En este sentido, una trabajadora del sector Construcción sostuvo que:

*‘Hay que ponerse un poquito violenta con las negociaciones... osea yo de repente estoy en LinkedIn y veo una oferta y voy con mi jefe y le digo: Oye mira esta empresa está buscando cubrir un puesto de Operations Manager y pagan esto. No creo que me quieran perder... Hay que siempre hacerlos sufrir un poco’*



Los directivos señalaron que la política de costos de la empresa se encuentra determinada por una multiplicidad de factores, entre ellos la rama de actividad, las características del mercado y el modelo de negocio. Si bien las respuestas fueron heterogéneas, en todas ellas apareció como denominador común la importancia de la estrategia corporativa y de la estructura de costos.

Respecto a los factores que intervienen en la política salarial, la alta dirección proporcionó información adicional que complementa lo declarado por el área de Recursos Humanos (ver a continuación). Además de los niveles generales de precios, la situación económica, las condiciones sindicales y los acuerdos colectivos, los miembros del equipo directivo destacaron otros elementos clave en la determinación de los salarios, como las evaluaciones de desempeño, la cultura organizacional, la rentabilidad y las prioridades presupuestarias de la firma.



Los factores que intervienen en la determinación de las políticas salariales son diversos y dependen, entre otros, del sector de actividad, el tamaño y la diversificación de la corporación, las condiciones del mercado laboral en el que operan, los marcos regulatorios (salarios mínimos, negociaciones colectivas, etc.) y el contexto macroeconómico. Por ejemplo, en el caso de empresas multinacionales, las mismas cuentan con una política salarial global la cual combinan con la adaptación a convenios colectivos de trabajo.

La triangulación de datos cualitativos a partir de entrevistas a distintos actores de una misma organización permitió identificar que, aparentemente, este tipo de empresas no siempre respetan las políticas internas sobre los niveles de jerarquía y los salarios asociados a cada uno de ellos. Dos empleados cuyos testimonios no serán compartidos por pedido especial de confidencialidad, revelaron que accidentalmente descubrieron que personas con una jerarquía y un nivel de capacitación menor habían sido ofrecidas o estaban ganando al menos un 10% más de lo que ellos estaban percibiendo en ese momento. En todos los casos, este tipo de irregularidades fueron subsanadas de forma individual a partir del diálogo con los respectivos jefes.

Por otra parte, según los testimonios, las empresas cuentan con una política muy agresiva de construcción de marca empleadora. Si esto se articula con lo señalado por los empleados, una posibilidad es que esta reputación sea utilizada para atraer y retener talento, ofreciendo salarios por debajo del nivel de mercado. Este enfoque parece además ser consistente con las políticas estratégicas de las empresas orientadas a la optimización financiera, particularmente mediante la presión sobre los costos operativos.

Las temáticas vinculadas a la conflictividad laboral y al rol de los directivos en la negociación salarial fueron abordadas con especial cautela. En relación con los directivos, los entrevistados tendieron a desviar el curso de la conversación, evitando incluso mencionar a las autoridades corporativas. Las referencias a los procesos de negociación salarial y a posibles escenarios de conflictividad laboral fueron, en general, breves. En aquellos casos en los que se ofrecieron relatos más extensos o ejemplos de situaciones ocurridas en la empresa, estos quedaron bajo estricta confidencialidad. No obstante, sí se reconoció abiertamente que, en términos

generales, los episodios de conflictividad laboral suelen estar, en mayor o menor medida, vinculados a decisiones estratégicas de la empresa o a cambios en ellas.

En resumen, la información recabada en las entrevistas permitió evidenciar una mayor orientación de las estrategias corporativas hacia la mejora de la eficiencia financiera. En el plano salarial, esto se ha visto reflejado en el desarrollo de estrategias corporativas altamente competitivas para consolidar la imagen como empleador y construir cierto prestigio que les permita captar y mantener personal altamente capacitado, pagando salarios por debajo del nivel de mercado en muchos casos. Esto refuerza lo señalado por los trabajadores en la sección sobre endeudamiento, quienes brindaron testimonios que evidencian el poco interés en la retención de talentos.

Si bien en la determinación salarial coexisten políticas internas, factores individuales y condiciones externas (regulaciones, condiciones del mercado laboral), los entrevistados dieron cuenta de ciertas arbitrariedades. Al parecer, no han existido muchas estrategias colectivas para hacer frente a este tipo de irregularidades, como así tampoco a reclamos de competitividad salarial. Esto constituye un punto importante, teniendo en cuenta que el marco teórico de este capítulo sostiene que el fenómeno de la financierización contribuye, directa o indirectamente, a erosionar el reclamo colectivo. Sin embargo, para profundizar la investigación en estos aspectos, sería deseable considerar, dentro del universo de entrevistados, a trabajadores incluidos en el convenio colectivo de trabajo.

#### **4.4 Reflexiones finales**

Este capítulo ha presentado los resultados de 30 entrevistas semi-estructuradas realizadas a actores de corporaciones no financieras que participan en las bolsas de valores de Argentina, Chile y México. El capítulo resulta innovador en la medida en que la literatura sobre el comportamiento y la percepción de los actores involucrados en la gestión de estas empresas es aún limitada, especialmente en lo relativo a cuestiones laborales y a decisiones financieras y estratégicas. Además, los hallazgos se triangularon con los resultados cuantitativos obtenidos en el capítulo tres, aportando a la comprensión del fenómeno social desde el realismo crítico.

El análisis del material se ordenó en tres ejes temáticos: los canales tradicionales de la financierización estudiados bajo la forma de acumulación de activos financieros, los ingresos

financieros y el pago de dividendos; la participación de las corporaciones no financieras en los mercados de deuda internacionales; y las dinámicas salariales y las condiciones del empleo. Aunque las concepciones sobre estas temáticas difieren en varios aspectos entre los encuestados, hay varias tendencias comunes que merecen ser soslayadas.

En primer lugar, hay un reconocimiento general por parte de los empleados y una porción considerable de los directivos de que las empresas participan activamente en actividades financieras, cuyos resultados constituyen una parte no desestimable de los beneficios de las firmas. El pago de dividendos también fue identificado (abierto o implícitamente) por ciertos actores como una de las principales prioridades en la distribución de recursos corporativos, indicando que, incluso, parece haber funcionado como el mecanismo a través del cual se sostenía el endeudamiento asociado a la adquisición de acciones. La voz de los actores en este sentido permitió trazar puentes entre dos esferas de la financierización que hasta entonces habían sido analizadas de forma aislada, abriendo el debate a futuras investigaciones en este aspecto.

Sin dudas, las corporaciones no financieras no han sido indiferentes al escenario de liquidez global. Las declaraciones de la dirección sobre el uso no estrictamente productivo del financiamiento, junto con lo señalado por los trabajadores acerca de las limitaciones para ofrecer salarios competitivos en contextos de participación en los mercados internacionales de deuda, podrían estar indicando que estas empresas se han comportado como intermediarios financieros sustitutos de los bancos.

Por último, en línea con lo postulado por Cushen y Thomson (2016), la financierización impone mecanismos de transmisión y control que se trasladan al proceso laboral con el objetivo de cumplir con la norma financiera impuesta por los mercados de valores. Las declaraciones provistas revelaron la existencia de estrategias de minimización de costos operativos como parte de un cambio en las decisiones estratégicas de las firmas. En pos de esos objetivos, pudieron identificarse, entre otras, estrategias de terciarización del empleo y métricas de evaluación de desempeño, lo cual se vio acompañado por una escasa política de retención de talento. Lo descrito por los empleados desde un enfoque de su capacidad individual de negociación da cuenta de un debilitamiento del poder de organización colectiva y acción sindical.



## Bibliografía

- Alaminos, A.F (1998). *Teoría y práctica de la encuesta. Aplicación en los países en vías de desarrollo*. Alicante: Cedeal.
- Andersson T, Gleadle P, Haslam C and Tsitsianis N (2010) Bio-pharma: a financialized business model. *Critical Perspectives on Accounting*, 21(7): 631–41,
- Auvray, T., & Rabinovich, J. (2019). The financialisation–offshoring nexus and the capital accumulation of US non-financial firms. *Cambridge Journal of Economics*, 43(5), 1183-1218.
- Boyer, R. (2000). Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis. *Economy and Society*, 29(1), 111-145.
- Braverman, H. (1974). *Labor and Monopoly Capital: The Degradation of Work in the Twentieth Century*. New York: Monthly Review Press.
- Cushen, J. & Thompson, P. (2016). Financialization and value: why labour and the labour process still matter. *Work, employment and society*, 30(2), 352-365.
- Denzin, N.K & Lincoln, Y.S. (2012). *El campo de la investigación cualitativa*. Barcelona: Gedisa
- Díaz-Bravo, L., Torruco-García, U., Martínez-Hernández, M., Varela-Ruiz, M. (2013). La entrevista, recurso flexible y dinámico. *Investigación en Educación Médica*, 2(7), 162-167
- Díaz-Muñoz, G (2020). Metodología del estudio piloto. *Rev Chil Radiol*, 26(3), 100-104
- Doeringer, P. & Piore, M. (1985). *Internal labor markets and manpower analysis*. Armonk, N.Y: M.E. Sharpe.
- Downward, P. & Mearman, A. (2006). Retroduction as mixed-methods triangulation in economic research: reorienting economics into social science. *Cambridge Journal of Economics*, 31(1), 77-99
- Edwards, R. (1975). The social relations of production in the firm and labor market structure. En Edwards, R., Reich, M. y Gordon, D. (Eds.): *Labor Market Segmentation* (p. 3-26). Lexington, D.C.: Heath and Co.
- \_\_\_\_\_ (1979). *Contested Terrain*. Nueva York: Basic Books.
- Flick, U. (2007). *Introducción a la investigación cualitativa*. Madrid: Ediciones Morata.
- Froud, J., Haslam, C., Johal, S., & Williams, K. (2000). Shareholder value and financialization: consultancy promises, management moves. *Economy and society*, 29(1), 80-110.

- Gordon, D.M, Edwards, R. & Reich, M. (1982). *Segmented Work, Divided Workers: The Historical Transformation of Labor in the United States*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Harvey, D. (1982). *The Limits to Capital*. Chicago: The University of Chicago Press
- \_\_\_\_\_ (2003). *The New Imperialism*. Oxford: Oxford University Press.
- \_\_\_\_\_ (1985). *Classes*. Verso: New York.
- Kaltenbrunner, A. (2011). *Currency internationalisation and exchange rate dynamics in emerging markets: a post Keynesian analysis of Brazil* (Tesis Doctoral, SOAS, Universidad de Londres).
- Lawson, T. (1997). *Economics and reality*. London: Routledge.
- \_\_\_\_\_ (2003). *Reorienting economics*. Abingdon, Oxon: Routledge.
- Lazonick, W. & O'Sullivan, M. (2000). Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance. *Economy and Society*, 29, 13-35.
- Lazonick, W. (2013). The financialization of the U.S. corporation: What has been lost, and how it can be regained. *Seattle University Law Review*, 36(2), 857–909.
- \_\_\_\_\_ (2014). Taking stock: why executive pay results in an unstable and inequitable economy. [White Paper, June], The Roosevelt Institute, New York.
- \_\_\_\_\_ (2015). Labor in the twenty-first century: the top 0.1% and the disappearing middle-class. [AIR Working Paper, n. 4], Institute for New Economic Thinking, New York.
- Mieles Barrera, M. D., Tonon, G. & Alvarado Salgado, S. V. (2012). Investigación cualitativa: el análisis temático para el tratamiento de la información desde el enfoque de la fenomenología social. *Universitas Humanística*, 74, julio-diciembre, 195-225.
- Milberg, W. & Winkler, D. (2010). Financialisation and the dynamics of offshoring in the USA. *Cambridge Journal of Economics*, 34(2), 275-293.
- Nelson, L.K., Burk, D., Knudsen, M. & McCall, L. (2021). The Future of Coding: A Comparison of Hand-Coding and Three Types of Computer-Assisted Text Analysis Methods. *Sociological Methods & Research*, 50(1), 202-237.
- OpenAI. (2025). *ChatGPT (versión del modelo GPT-4)* [Asistente de IA]. <https://openai.com/chatgpt>
- Otero García, L. (2008). Técnicas conversacionales para la recogida de datos en investigación cualitativa: La entrevista (I). *Nure Investigación*, nº 33, Marzo - Abril 08.
- Pinto, H. (2011). The role of econometrics in economic science: An essay about the monopolization of economic methodology by econometric methods. *The Journal of Socio-Economics*, 40, 436-443.

- Roe, M. J. (2003). *Political Determinants of Corporate Governance. Political Context, Corporate Impact*. Oxford, Oxford University Press
- Sjöberg, O. (2009). Corporate Governance and Earnings Inequality in the OECD Countries 1979-2000. *European Sociological Review*, 25(5), 519-533.
- Swann, P.G.M., 2006. *Putting Econometrics in its Place: A New Direction in Applied Economics*. Edward Elgar, Cheltenham
- Thompson, P. (2003). Disconnected capitalism: or why employers can't keep their side of the bargain. *Work, Employment and Society*, 17(2), 359–378
- \_\_\_\_\_ (2013). Financialization and the workplace: extending and applying the disconnected capitalism thesis. *Work, employment and society*, 27(3), 472-488.
- Valles, M. S. (2002). *Técnicas cualitativas de investigación social. Reflexión metodológica y práctica profesional*. Madrid: Editorial Síntesis
- \_\_\_\_\_ (2014). Entrevistas cualitativas. Cuadernos Metodológicos, 32. Centro de Investigaciones Sociológicas (CIS), Madrid.
- \_\_\_\_\_ (1997). *Técnicas Cualitativas de Investigación Social. Reflexión Metodológica y Práctica Profesional*. Madrid: Editorial Síntesis
- Wright, E.O. (1976). Class Boundaries in Advanced Capitalist Societies. *New Left Review*, 98, 3-41

## 4.5 Anexo

### 4.5.1 Ventajas y limitaciones metodológicas de la investigación

Esta investigación presenta ciertos aspectos que podrían ser objeto de crítica o mejora, algunos comúnmente señalados en la literatura. No obstante, tal como se detallará a continuación, el trabajo ha logrado superar varios de estos desafíos. Las discusiones se ordenan en tres categorías: al método econométrico, al componente cualitativo y críticas generales al método de triangulación.

Una falencia frecuentemente señalada a los métodos econométricos es la subjetividad latente del proceso de modelización. Antes de lograr un modelo parsimonioso acorde a lo que el investigador desea probar, se realizan sucesivas estimaciones que arrojan resultados intermedios los cuales son ignorados cuando se presentan los hallazgos finales, como si no formaran parte del proceso de investigación. Por otra parte, el enfoque cuantitativo robusto ha sido objeto de críticas más recientes en el contexto de las sucesivas crisis económicas por el peso desproporcionado que el enfoque analítico *mainstream* otorga al mercado. Algunos sostienen que esta visión, al considerarlo la institución económica principal, ha limitado la capacidad de anticipar dichas crisis (Pinto, 2011).

Este estudio ha intentado sortear ambas flaquezas. En primer lugar, se han compartido los resultados de las estimaciones realizadas y se ha justificado la elección del modelo final, lo que contribuye a una mayor trazabilidad y comprensión del proceso. En cuanto al segundo aspecto, varias cosas caben señalar. La primera es que la temática de investigación y el enfoque teórico y metodológico de la misma permiten suponer, a priori, que la centralidad no estará puesta en el mercado. De hecho, propio del enfoque poskeynesiano, se han tenido en cuenta otros factores, como el papel de las instituciones y las relaciones de poder, a los cuales se les ha prestado gran atención. Teniendo en cuenta su centralidad, podría señalarse como debilidad del estudio la no medición de la capacidad de negociación de los trabajadores. Esto resulta bastante frecuente, sin embargo, en estudios sobre economías en desarrollo, donde la escasez de datos surge siempre como una de las principales limitaciones.

Asimismo, falta de significatividad estadística de varias de las variables estimadas, sugiere la presencia de otros factores que podrían estar influyendo en la asignación de remuneraciones,

como políticas internas de compensación, incentivos ligados al desempeño, la industria en la que operan las empresas, cambios en la estructura de propiedad, o políticas corporativas.<sup>50</sup> Todo ello en conjunto, condujo a la decisión de adoptar un enfoque cualitativo. Por su parte, las entrevistas a actores clave como método de investigación también tiene sus puntos débiles. En primer lugar, se pueden identificar aquellos relacionados con las deficiencias generales del muestreo. Las entrevistas han sido realizadas a actores de corporaciones no financieras en tres países diferentes sobre las cuales se formularon conclusiones generales. Esto, por un lado, favorece la versión simplista que se pretende rechazar. A pesar de que los tres países estudiados comparten un conjunto de condiciones iniciales (características estructurales e institucionales) comparables, cada individuo responde a un contexto organizacional específico y a estructuras económicas, sociales y políticas particulares a nivel macro que deben ser tenidas en cuenta. No obstante, como bien rescata Kaltenbrunner (2011) del texto de Downward y Mearman (2002), desde una perspectiva keynesiana, los tres países estudiados muestran resultados similares cuando se analizan las tendencias a la financierización en cada uno de ellos. Esto refuerza la validez de los hallazgos, teniendo en cuenta que tal similitud fue sujeta a un análisis previo.

La utilización de un muestreo no probabilístico puede sembrar dudas sobre la representatividad de los resultados del análisis cualitativo. Tal como fue señalado, de las firmas listadas, solo han sido objeto de análisis aquellas que se han financiado en el mercado internacional. De esa submuestra, no se logró entrevistar a participantes de todas las corporaciones; si bien fueron contactados representantes de cada una de las empresas, no todos respondieron a la solicitud o aceptaron la propuesta. Se percibió que hay firmas que están más dispuestas al diálogo que otras, lo que, por un lado, desvió la representatividad sectorial. En ciertos casos, tal como se mencionó previamente, fue posible entrevistar a dos o más actores dentro de una misma firma, lo que permitió complementar y triangular datos. Tampoco se alcanzó un equilibrio muestral por país ya que la mayor parte de los cuestionarios fueron realizados a actores de firmas listadas en el mercado de valores argentino. Por lo tanto, la decisión de introducir un componente muestral por conveniencia hizo posible la generación de sesgos en la muestra.

---

<sup>50</sup>Cabe señalar que, en este aspecto, el análisis también se realizó sin influencias subjetivas, respetando los resultados obtenidos sin recurrir a manipulaciones reiterativas para ajustarlos a los resultados deseados.

Cabe recordar, además, que el proceso de la entrevista, al ser un procedimiento para la recolección de datos (Alaminos, 1998), está sujeta a errores. Por una parte, se reconocieron sesgos derivados de los entrevistados. En muchos casos, las preguntas más orientadas a cambios estructurales o que requerían precisar fechas específicas estuvieron sesgadas por la posición política del entrevistado sobre el contexto macroeconómico, quienes en ciertas ocasiones hicieron manifiesto abiertamente su preferencia política por determinado candidato o partido político. Para reducir estos sesgos, se evitó cualquier tipo de comportamiento verbal y no verbal que pudiera producir alguna reacción en el entrevistado (Alaminos, 1998; Valles, 1997).

Dada la estrategia mixta de interacción, se percibieron ciertos sesgos en la calidad de la misma. Las entrevistas ‘cara a cara’ tendieron a generar un mayor clima de confianza, que se percibió en una actitud más abierta y receptiva del entrevistado, más motivado a brindar respuestas más comprensivas y detalladas. La mayor desconfianza en las entrevistas remotas se detectó en preguntas de los entrevistados sobre el destino final de la grabación (su confidencialidad), la recurrente solicitud de anonimato y el pedido, en algunos casos, de la grabación, e incluso un comprobante de estudios en curso<sup>51</sup>. En este sentido, las diferencias en cuanto a las dinámicas y los niveles de profundidad alcanzados pueden haber introducido cierto sesgo de comparabilidad.

El entrevistador es también una fuente potencial de generación de errores en la obtención de la información (la forma en la que formula las preguntas, la posible influencia en la posición del entrevistado, una interpretación tendenciosa de las respuestas, etc.) (Alaminos, 1998). A pesar de ser conscientes de estas posibles fallas, resulta imposible eliminar por completo los sesgos derivados de las acciones del entrevistador durante la entrevista (Kaltenbrunner, 2011). Una falencia en particular en este sentido puede haber estado relacionada a la falta de homogeneidad en el método de recolección, lo cual puede haber introducido un sesgo en la interpretación de las respuestas por la mayor dificultad para evaluar el lenguaje corporal del entrevistado. Esto puede haberse visto potenciado por el sesgo tecnológico; cuando las entrevistas no fueron realizadas desde la comodidad del hogar, la conexión a internet en algunos casos no fue del todo óptima, afectando la calidad del sonido y la imagen. Este último

---

<sup>51</sup> También se constató que muchos de ellos revisaron el perfil de *LinkedIn* del entrevistador, y en dos ocasiones, reconocieron haber buscado información del perfil en internet.

sesgo intentó minimizarse solicitando aclaración o repetición de la idea cuando se detectaban problemas de conectividad.

Finalmente, además de los sesgos muestrales y no muestrales, es importante señalar que las conclusiones generales sobre el funcionamiento de las corporaciones no financieras se basan en respuestas individuales de los entrevistados. Esto supone, por un lado, una representación excesiva del individuo mientras que, por otro, las inferencias derivadas del conocimiento de uno o pocos actores pueden no ser adecuadas para realizar generalizaciones válidas (Kaltenbrunner, 2011). En este sentido, se reconocen las dificultades conceptuales de cualquier intento de universalizar a partir de un caso particular (Downward y Mearman, 2006).

En cuanto al método de triangulación, se identifican, en primer lugar, críticas en el plano teórico. Los debates en torno a ello son extensivamente tratados en el trabajo de Downward y Mearman (2006). Desde el lado de los científicos sociales, existe un rechazo a la utilización de métodos cuantitativos en el ámbito social fundado en diferencias epistemológicas. La naturaleza subjetiva de los fenómenos sociales no admite observaciones teóricas ni valoraciones neutrales y su significante es inconmensurable o muy difícil de ser medido. Este enfoque interaccionista choca con la mirada positivista que defiende la supremacía del método cuantitativo por su carácter objetivo no susceptible a valoraciones subjetivas. Desde cualquiera de las dos perspectivas, resulta irreconciliable la adopción de una estrategia de triangulación metodológica mixta.

Desde la práctica, hay elementos que no han sido estrictamente triangulados. Por ejemplo, si bien estuvo contemplado en el cuestionario, el material de las entrevistas no permitió capturar aspectos relacionados a la acumulación de activos financieros, algo que sí fue testeado en los modelos econométricos. El pago de intereses, por otra parte, solo fue tratado indirectamente durante las entrevistas a partir de cambios estratégicos o decisiones internas de las firmas. Además, tal como se declaró previamente, el tercer eje de las entrevistas sobre dinámicas salariales y condiciones de empleo solo fue estudiado de forma cualitativa. Por su carácter exploratorio, estos resultados deben ser sujetos a futuros análisis cuantitativos.

#### 4.5.2 Cuestionarios

## Cuestionario para trabajadores

### I. Introducción y contexto

1. ¿Le gustaría presentarse y describir su rol en la empresa?
2. ¿Cuánto tiempo trabajó en la empresa o hace cuanto trabaja en ella? ¿Podría indicar una fecha aproximada?
3. ¿Podría mencionar brevemente el motivo de su desvinculación de la empresa? [Solo si corresponde]

### II. Financierización

4. ¿Ha observado o conoce si ha habido cambios en las prioridades estratégicas de la empresa? Por ejemplo, una mayor importancia a actividades financieras en relación a la actividad principal de la firma.
  - o De ser afirmativo, ¿qué actividades son (o fueron) priorizadas? ¿Cómo cree que esto afecta a los empleados?
5. ¿Percibe que la empresa obtiene/obtuvo ingresos significativos de actividades financieras (inversiones, intereses, etc.)?
  - o Si es afirmativo, ¿considera que esto ha afectado de alguna manera los salarios o la estabilidad laboral?

### III. Crisis Financiera Internacional y endeudamiento externo

6. Tras la Crisis Financiera Internacional, los mercados financieros han gozado de una gran liquidez. En este contexto, muchas empresas han recurrido de forma más activa a los mercados internacionales en busca de financiamiento. Tras la emisión de bonos en moneda extranjera por parte de su empresa, ¿han ocurrido, por ejemplo, cambios en las prioridades, retraso de proyectos o una caída de las inversiones?
  - o ¿Cree que las emisiones han tenido algún impacto en la estrategia general de la firma?

- o Si es afirmativo, ¿a partir de qué año notó estos cambios?
  - o ¿Podría mencionar algunos ejemplos de esos cambios estratégicos?
7. ¿Ha percibido o conoce que se hayan producido modificaciones en las políticas salariales desde entonces? Por ejemplo: congelamiento de salarios, beneficios adicionales eliminados, cambios en bonos o incentivos.
8. Y en cuanto a condiciones laborales, ¿siente que este tipo de prácticas han afectado directamente su rol o condiciones laborales?

#### **IV. Dinámicas salariales y condiciones del empleo**

9. En su opinión, ¿cómo se deciden las políticas salariales? Por ejemplo: ¿están más vinculadas al desempeño de la empresa, a objetivos financieros, o a otras variables?
10. ¿Ha trabajado en empresas similares? De ser así, ¿notó diferencias significativas en materia salarial o de condiciones laborales?

#### **Evaluación general/expectativas a futuro**

11. ¿Cree que las condiciones estaban/están dadas para una mejora salarial o de condiciones de empleo en el corto plazo?
12. ¿Qué medidas podrían implementarse, según su perspectiva, para mejorar las condiciones del empleo?

### **Cuestionario revisado para directivos**

#### **I. Introducción y contexto**

1. ¿Le gustaría presentarse y describir su posición actual en la empresa? ¿Cuánto tiempo lleva en este rol?
2. ¿Puede describir brevemente el sector y el tamaño de su empresa (en términos de empleados y/o facturación)?

#### **II. Financierización**

3. ¿Qué porcentaje de los ingresos de su empresa provienen de actividades financieras?

- a. Menos del 20%
- b. Entre el 20% y el 50%
- c. Más del 50%

¿El porcentaje restante proviene de la actividad principal?

- a. Si
- b. No

4. ¿Cómo priorizan la distribución de recursos en su empresa? (Ordene del 1 al 4, donde 1 es la mayor prioridad):

- a. Reinvertir en producción
- b. Amortización de deudas
- c. Pago de dividendos a accionistas
- d. Adquisición de activos financieros

5 ¿Qué factores influyen en la remuneración de los directivos?

- a. Desempeño financiero de la empresa
- b. Cumplimiento de objetivos estratégicos
- c. Comparación con salarios del mercado
- d. Otros: \_\_\_\_\_

### **III. Crisis Financiera Internacional y endeudamiento externo**

6. ¿La Crisis Financiera de 2008 impactó en las decisiones estratégicas de su empresa?

- o (Sí/No)
- o Si sí, ¿qué cambios implementaron? (Seleccione todas las opciones que apliquen):
  - a. Reducción de inversión en activos productivos
  - b. Ajuste de políticas salariales
  - c. Aumento en el pago de dividendos
  - d. Adquisición de activos financieros
  - e. Otros: \_\_\_\_\_.
- o ¿En qué año comenzaron a darse estos cambios?

7. ¿Cuál es el principal motivo por el cual la empresa acude a los mercados internacionales para financiarse?

- a. Financiar inversiones productivas
- b. Refinanciar deudas existentes
- c. Realizar operaciones de *carry trade*
- d. Otros: \_\_\_\_\_

8. ¿Hay una necesidad cada vez más creciente de financiarse en moneda extranjera?

- 1. (Sí/No)
- 2. Si sí, ¿por qué?

9. ¿Cómo impacta la emisión de deuda en las decisiones internas?

- a. No tiene impacto significativo
- b. Se prioriza el pago de intereses sobre otras inversiones
- c. Se reducen los costos laborales (salarios, beneficios)
- d. Otros: \_\_\_\_\_

10. ¿La emisión de deuda en moneda extranjera tiene algún impacto en la política de remuneración a directivos?

- a. No afecta
- b. Sí, disminuye
- c. Sí, aumenta
- d. No estoy seguro

11. ¿Cuáles son los principales riesgos que enfrenta su empresa al emitir deuda en moneda extranjera?

- a. Sobreapalancamiento
- b. Descalce de monedas
- c. Riesgo de refinanciamiento
- d. Otros: \_\_\_\_\_

12. ¿Qué estrategias implementan para mitigar estos riesgos?

- a. Cobertura cambiaria
- b. Diversificación de fuentes de financiamiento

- c. Restricción de nuevas emisiones
- d. Otros: \_\_\_\_\_

#### **IV. Dinámicas salariales y condiciones del empleo**

13. ¿Qué factores son decisivos en la determinación de la política de costos?

14. ¿Qué factores determinan la política salarial de la empresa?

- a. Rendimiento operativo
- b. Rentabilidad financiera
- c. Competitividad en el mercado laboral
- d. Otros: \_\_\_\_\_

#### **Evaluación general/expectativas a futuro**

15. ¿Cómo prevé la evolución de la política de costos en el corto plazo?

16. ¿Cómo anticipa que será la estructura de ingresos en los próximos cinco años? ¿Estima que habrá cambios significativos?

### **Cuestionario revisado para personal de Recursos Humanos**

#### **I. Introducción y contexto**

1. ¿Podría describir brevemente su rol en la empresa y su área de responsabilidad?

2. ¿Cuánto tiempo lleva trabajando en este puesto y en la empresa? [Solo si corresponde]

¿Cuánto tiempo trabajó en la empresa? ¿Ocupó siempre el mismo puesto? [Solo si corresponde]

#### **II. Políticas salariales, dinámicas laborales y financierización**

3. ¿Cómo se determinan las políticas salariales en la empresa y qué factores suelen influir más en estas decisiones? (Por ejemplo: desempeño financiero, inflación, mercado, decisiones estratégicas).
4. ¿Qué mecanismos utiliza la empresa para atraer y retener talento? ¿Ha cambiado esta estrategia en los últimos años?
5. ¿Cómo describiría la relación entre los directivos y los trabajadores en cuanto a la negociación salarial? ¿Qué papel juega Recursos Humanos en este proceso?
6. En caso de que haya habido conflictos laborales, ¿cree que estuvieron relacionados con decisiones o cambios en las decisiones estratégicas de la firma?
7. ¿Ha observado tensiones entre los objetivos operativos y financieros en la empresa? Según su experiencia, ¿podría señalar si alguna decisión vinculada a objetivos financieros ha influido en las políticas internas?

### **III. Crisis Financiera Internacional y endeudamiento externo**

8. En su experiencia, ¿ha habido cambios significativos en las políticas salariales tras la crisis de 2008? En caso de haber, ¿Cómo se han relacionado estos cambios con la estrategia corporativa?
9. ¿Cree que los riesgos asociados al endeudamiento (descalce de monedas, sobreapalancamiento, riesgo de refinanciamiento) impactan en la planificación laboral o en los incentivos a trabajadores y directivos?

### **Evaluación general/expectativas a futuro**

10. Desde su posición, ¿qué cree que es lo más importante para mantener una estructura salarial sostenible y justa en la empresa?
11. ¿Qué medidas podrían implementarse, según su perspectiva, para mejorar las condiciones del empleo?

## Conclusiones

La arquitectura original del Fondo Monetario Internacional, inspirada por Keynes y White, reconocía los riesgos inherentes a la libre movilidad de capitales como una potencial fuente de inestabilidad financiera. No obstante, a partir de los años setenta se produce una ruptura con el espíritu keynesiano, dando lugar a un nuevo paradigma global caracterizado por la desregulación y la liberalización de los mercados financieros, sustentado en la noción de ‘represión financiera’ desarrollada por McKinnon (1973) y Shaw (1973).

Este nuevo patrón sentó las bases para la recurrencia de episodios de inestabilidad financiera, tanto en economías avanzadas como en países en desarrollo. En América Latina, estos procesos se articularon con ciclos de endeudamiento externo y crisis financieras, en el marco de reformas estructurales que profundizaron la integración entre las estructuras productivas y los mercados financieros internacionales. Entre estas reformas se destacaron la privatización de empresas estatales y de los sistemas previsionales, la expansión y sofisticación de los inversores institucionales, así como una mayor presencia de inversión extranjera directa, entre otros factores.

Esta creciente integración favoreció el desarrollo de los mercados de capital locales, reflejado en un aumento de la capitalización bursátil, el incremento del volumen de acciones negociadas, la incorporación sostenida de empresas no financieras a los mercados de valores y el crecimiento de las emisiones de acciones y bonos del sector privado no financiero.

En este contexto, durante la década de 1990 emerge el concepto de financierización, enmarcado en una crítica más amplia de las corrientes heterodoxas al creciente predominio de las finanzas y sus implicancias sobre la economía real. Si bien el fenómeno carece de una definición única en la literatura, el concepto busca capturar los efectos del creciente poder de la industria financiera sobre la economía, la sociedad y el ámbito político, así como la forma en que las dinámicas financieras impregnan y condicionan la vida cotidiana (Stockhammer, Sgambati y Nesvetailova, 2021).

Dentro de este marco general, diversos trabajos han abordado de manera particular el vínculo entre las corporaciones no financieras y los sistemas financieros en las últimas décadas. En

este sentido, la literatura crítica ha documentado el creciente involucramiento de estas empresas con los mercados financieros. Este proceso ha sido asociado con una cierta desconexión respecto de la generación de valor real, con efectos regresivos sobre la distribución del ingreso, manifestados en la transferencia de poder hacia altos ejecutivos y accionistas, procesos de reestructuración, tercerización y fragmentación de la producción, así como en la disminución de la sindicalización como mecanismo de reducción de costos laborales, entre otros aspectos.

La intensificación del proceso de apertura financiera y desregulación continuó durante los años 2000. En ese período, la regulación laxa del apalancamiento bancario, junto con una política monetaria centrada en la provisión de liquidez por parte de las principales autoridades monetarias, promovieron un incremento sostenido del crédito en moneda extranjera. Este proceso impulsó, además, la expansión del crédito doméstico en Estados Unidos, alimentando burbujas en los mercados de activos -particularmente en el sector inmobiliario-, y culminando en el estallido de la Crisis Financiera Global (Hardy y von Peter, 2023).

Como respuesta a la crisis, las políticas de flexibilización cuantitativa implementadas por los principales bancos centrales generaron transformaciones en la estructura de intermediación financiera. En este contexto, se observó una menor participación relativa de la banca tradicional, y un creciente protagonismo de los fondos de inversión, fondos de pensiones y otros intermediarios no bancarios. Tras la crisis, la liquidez global se canalizó hacia a los mercados de bonos -especialmente en dólares-, concentrándose en prestatarios de economías en desarrollo y emergentes.

Más precisamente, este entorno fue aprovechado por las corporaciones no financieras, cuyo endeudamiento en los mercados de crédito internacionales creció de manera significativa a partir de 2010. Las economías de América Latina no fueron la excepción, incluyendo los casos de Argentina, Chile y México, que constituyeron el objeto de este estudio. En su rol como transmisores de flujos de capital o intermediarios sustitutos, distintos trabajos evidencian que las decisiones de endeudamiento de estas firmas no responden exclusivamente a necesidades vinculadas con su actividad principal.

En este contexto, diversos trabajos han señalado que las decisiones de endeudamiento de las corporaciones no financieras pueden intensificar su exposición a riesgos financieros. En

particular, el aumento del apalancamiento y la creciente dependencia del financiamiento externo pueden reconfigurar las prioridades de asignación de recursos al interior de las firmas, favoreciendo el cumplimiento de compromisos financieros por sobre otras asignaciones de recursos, incluidas aquellas vinculadas al empleo y los salarios. Asimismo, el endeudamiento en moneda extranjera introduce riesgos adicionales asociados a la volatilidad del tipo de cambio, lo que puede traducirse en mayores presiones sobre los costos y, en consecuencia, en efectos adversos sobre la distribución del ingreso.

En paralelo con estos cambios en el escenario macroeconómico, una serie de nuevos paradigmas, también bajo el enfoque dominante, sentaron las bases de transformaciones significativas en el plano microeconómico. En sus orígenes, la teoría neoclásica concibió a la firma como una ‘caja negra’ que respondía automáticamente a las condiciones del mercado. No obstante, las críticas al modelo de competencia perfecta dentro de la propia corriente dominante dieron lugar a una progresiva complejización del concepto de empresa, incorporando dimensiones institucionales, conductuales y organizacionales, y avanzando hacia una visión más realista de la firma como agente económico e institución social.

En este marco, los aportes de Jensen y Meckling (1976) resultaron centrales para la consolidación de la teoría de la agencia, al concebir a la firma como un nexo de contratos entre distintos agentes con intereses potencialmente divergentes. Estos autores incorporaron a la visión neoclásica supuestos de información imperfecta y asimetrías informativas, permitiendo abordar el funcionamiento interno de la empresa dentro de un marco de equilibrio. En particular, desarrollaron un modelo que pone de relieve la problemática de la corporación moderna derivada de la separación entre propiedad y control, en la medida en que los accionistas no pueden garantizar que los directivos actúen en función de sus intereses, lo que da lugar a la aparición de costos de agencia.

A partir de allí, se desarrolla una amplia literatura orientada a identificar mecanismos destinados a mitigar dichos costos, principalmente a través del diseño de esquemas de incentivos que buscan limitar los comportamientos oportunistas de la gerencia. En este marco, la alineación de intereses entre accionistas y directivos se persigue mediante diversos instrumentos de gobernanza corporativa, tales como compensaciones vinculadas al desempeño, esquemas de participación accionaria, tenencia de acciones por parte de la

gerencia, políticas de distribución de dividendos y, en particular, remuneraciones basadas en opciones sobre acciones.

Buena parte de esta literatura se ha centrado en estructuras de propiedad atomizadas, características de las economías anglosajonas. Sin embargo, América Latina presenta particularidades que dan lugar a formas alternativas de control corporativo. En la región predomina la organización empresarial en torno a grandes grupos económicos, generalmente bajo el control de un accionista dominante o de un núcleo reducido de accionistas mayoritarios. A su vez, los directorios suelen estar integrados por estos accionistas controladores, cuya identidad se construye sobre la base de vínculos personales, familiares, comerciales o laborales.

En este contexto, el conflicto tradicional entre accionistas y gerentes se reconfigura, dando lugar a tensiones entre accionistas mayoritarios y minoritarios -principalmente inversores institucionales-, así como entre los controladores y la gerencia. En consecuencia, los mecanismos de alineación de incentivos no replican necesariamente los modelos propios de estructuras de propiedad dispersa, en los cuales predominan las opciones sobre acciones; por el contrario, en la región prevalecen bonos e incentivos vinculados a la rentabilidad.

Desde una perspectiva crítica, la teoría postkeynesiana ha cuestionado el fortalecimiento de los derechos de los accionistas y el creciente poder de los intermediarios financieros a escala global. Esta crítica, sostiene que la subordinación de las decisiones empresariales a objetivos financieros ha desplazado la centralidad de la actividad productiva, con implicancias directas sobre la distribución del ingreso al interior de la firma. En particular, la creciente importancia de los ingresos y pagos financieros ha favorecido el aumento de las compensaciones de los CEOs y altos ejecutivos, al tiempo que ha ejercido presiones sobre los salarios del resto de los trabajadores, ampliando de manera significativa la brecha entre ambos. Este proceso se sustenta en mecanismos institucionales y relaciones de poder que reconfiguran las prioridades corporativas, orientando la asignación de recursos hacia la remuneración de la alta dirección y la satisfacción de compromisos financieros, en detrimento de las condiciones laborales.

Esto fue examinado empíricamente a partir de un testeo econométrico para empresas no financieras que cotizan en bolsa en Argentina, Chile y México en el período 2003-2018. El trabajo distinguió dos canales analíticos de la financierización a nivel firma, provenientes de

tradiciones teóricas distintas. Por un lado, el canal de la *financierización tradicional*, desarrollado por la literatura sobre financierización corporativa; por otro, el *canal del endeudamiento*, sustentado en la literatura de macrofinanzas internacionales, en particular en los trabajos del BIS, que ofrecen un marco empírico para comprender cómo los flujos financieros globales reconfiguran los balances corporativos.

Los resultados obtenidos para el canal de la financierización tradicional permitieron caracterizar la financierización como un fenómeno complejo y heterogéneo, que se manifiesta de manera diferenciada según el tamaño de la firma y el sector económico. En cuanto a las estimaciones generales, estas no evidenciaron un desplazamiento mecánico y generalizado del trabajo asociado a la financierización. Contrariamente a las hipótesis planteadas, los resultados mostraron efectos positivos y significativos del pago de intereses y dividendos sobre W/K, lo cual podría estar asociado a la estructura de propiedad concentrada y articulada en grupos económicos que caracteriza a la región y, por lo tanto, a la capacidad de estas firmas para trasladar mayores costos financieros a precios mediante márgenes (*mark-ups*). Por su parte, en el modelo para directivos, las variables de financierización resultaron no significativas. La variable dependiente estuvo explicada principalmente por la globalización y el pago de intereses, lo que da cuenta del papel que desempeñan los mecanismos de desempeño e incentivos en la determinación de las remuneraciones de la dirección ejecutiva.

Al introducir heterogeneidad por tamaño de firma y sector de actividad, las evidencias reforzaron el resultado obtenido en las estimaciones generales: la financierización no genera un desplazamiento uniforme de la distribución al interior de las empresas, sino que reconfigura sus dinámicas distributivas de manera heterogénea. En el modelo de salarios, los resultados mostraron que los ingresos financieros actúan como canal de la financierización asociado a una reducción en la intensidad salarial en las firmas medianas. Sin embargo, en este mismo grupo de empresas, la acumulación de activos financieros -contrariamente a las hipótesis planteadas- parece operar en sentido opuesto. Este patrón sugiere la coexistencia, más que el reemplazo lineal, de lógicas productivas y financieras dentro de las firmas.

En lo que respecta a la remuneración directiva en relación con el capital productivo, los resultados también revelaron una expresión diferenciada de la financierización según el tamaño de la empresa. Mientras que en las firmas grandes los ingresos financieros parecen constituir el canal relevante para explicar la expansión de la compensación ejecutiva, en las

firmas pequeñas y medianas este proceso apareció asociado principalmente a la acumulación de activos financieros.

Los resultados por sector de actividad también evidenciaron que la financierización opera de manera heterogénea entre ramas productivas. El caso más relevante es el del sector manufacturero, dada su importancia en la generación de empleo. En este sector pudo observarse una reorientación distributiva a favor de la alta dirección a través de un doble mecanismo. Por un lado, la contracción de la intensidad salarial asociada al pago de dividendos sugiere la presencia de dinámicas consistentes con la teoría kaleckiana de la distribución. Por otro lado, una mayor acumulación de activos financieros -indicativa de una orientación hacia la valorización financiera- se vincula positivamente con la intensidad de la remuneración directiva respecto del capital productivo. En conjunto, estos resultados sugirieron que, en manufacturas, la financierización no solo incide sobre la posición relativa del trabajo, sino que también refuerza la posición distributiva de la alta gerencia dentro de la estructura de acumulación de la firma.

No obstante, los resultados también mostraron que la acumulación de activos financieros puede cumplir funciones diferenciadas según el sector. En manufacturas y comercio, su efecto positivo sobre la participación del trabajo podría estar asociado a estrategias de gestión de liquidez vinculadas a la inversión productiva, más que a procesos de valorización financiera en sentido estricto. Finalmente, en el sector de actividades primarias la financierización parece expresarse principalmente a través de la creación de valor para el accionista, donde el pago de dividendos se asocia positivamente con la remuneración directiva. En conjunto, estas evidencias refuerzan la idea de que los mecanismos de la financierización se manifiestan de manera diversa según el tamaño de la firma y el régimen sectorial.

Por otra parte, las estimaciones empíricas de los modelos de endeudamiento permitieron concluir que la participación de las corporaciones no financieras en los mercados internacionales de deuda también incide en una transformación no homogénea de los esquemas de distribución al interior de las firmas, a través de mecanismos diferenciados en función de si se trata del salario o de la remuneración a directivos.

En cuanto a las estimaciones generales del modelo de salarios, una de las evidencias más interesantes es el signo negativo y significativo de la posición financiera externa en el período

actual, así como en los dos períodos subsiguientes. Estos hallazgos sugieren que al menos una parte del financiamiento en moneda extranjera es destinada a la acumulación de efectivo y activos financieros de corto plazo, así como a otras estrategias financieras que pueden incluir operaciones de *carry trade*.

Al desagregar por tamaño de firma, los efectos negativos de la posición financiera externa sobre W/TA se mantienen, aunque con efectos más inmediatos en firmas medianas y grandes, y efectos más persistentes en las firmas más chicas. Los resultados del coeficiente de intermediarios sustitutos sobre el salario en relación con la base patrimonial de la empresa alertan sobre las implicancias distributivas del creciente rol de las corporaciones no financieras como intermediarios financieros sustitutos en contextos de alta liquidez global.

Desde la perspectiva de la alta dirección, los resultados generales mostraron que el peso relativo de la remuneración a los directivos dentro de la estructura patrimonial de la firma aumenta con el nivel de endeudamiento externo en el período  $t$ , lo cual resulta consistente con la hipótesis de que, en contextos de mayor exposición financiera y cambiaria, la función directiva se valoriza crecientemente como gestora del balance, del riesgo y de las relaciones con los mercados financieros. Por su parte, el efecto negativo y significativo del coeficiente de intermediación financiera en  $t+2$  podría indicar que, en el mediano plazo, la intermediación financiera corporativa responde principalmente a estrategias precautorias de gestión de liquidez.

El escaso ajuste del modelo se debilitó aún más al segmentar por tamaño de firma. La significancia del endeudamiento externo y de la posición como intermediarios sustitutos se concentra exclusivamente en las firmas pequeñas, en línea con la hipótesis teórica de que las estrategias financieras apalancadas revalorizan las funciones de gestión financiera y de toma de riesgo, fortaleciendo la posición de la alta dirección.

No obstante, el poco ajuste del modelo de remuneración a directivos sugirió la presencia de otros factores que podrían estar influyendo en la asignación de remuneraciones y que resultan difíciles de capturar mediante estrategias econométricas. Entre ellos se destacan aspectos como las políticas internas de compensación, los esquemas de incentivos vinculados al desempeño, así como características estructurales, tales como la industria en la que operan las empresas y su estructura de propiedad. Este hallazgo motivó el desarrollo de una estrategia de

investigación cualitativa, mediante la realización de entrevistas a actores clave de las firmas listadas en los tres países. Dicha investigación permitió indagar, entre otros aspectos, los objetivos empresariales y sus determinantes en distintos horizontes temporales, así como las dinámicas y la calidad del empleo.

De esta manera, se realizaron 30 entrevistas semiestructuradas a actores de corporaciones no financieras (directivos, trabajadores y personal de Recursos Humanos), planteando una estrategia de triangulación metodológica. En términos generales, el diseño de los cuestionarios (diferenciados para las tres categorías definidas de miembros de la organización) buscó cubrir grandes áreas. La primera, centrada en el canal de la *financierización tradicional*, tuvo como objetivo ahondar en los posibles ingresos financieros de la empresa, la forma en la que se distribuyen los recursos en términos remunerativos, y los elementos que definen o condicionan las políticas remunerativas. El segundo eje buscó indagar aspectos del *canal del endeudamiento*, explorando los posibles vínculos entre la emisión de deuda extranjera y cambios en las decisiones estratégicas, las políticas de remuneración y los riesgos asociados, así como las estrategias implementadas para mitigarlos. El tercer eje se centró en las dinámicas salariales y otros aspectos institucionales más difíciles de captar a través del análisis econométrico, pero no así menos importantes, tales como los procesos de negociación laboral, las condiciones del empleo y las estrategias para atraer y retener talento.

En relación al canal de la financierización, los testimonios de los trabajadores señalaron una creciente centralidad de los ingresos financieros, en muchos casos equiparable en importancia a los ingresos productivos. Esto podría entenderse, según los testimonios, en el contexto de una transformación de las prioridades estratégicas de las empresas cada vez más orientadas al corto plazo, desde una política de *'retain and reinvest'* centrada en el crecimiento a largo plazo hacia un modelo de *'downsize and distribute'*, que prioriza la creación de valor para los accionistas bajo una estrategia de minimización de costos, de acuerdo a lo postulado por Lazonick y O'Sullivan (2000).

Por su parte, la información provista por los directivos dejó entrever ciertos matices. Si bien las respuestas con opciones cerradas fueron contundentes y revelaron una participación pequeña o moderada de los ingresos financieros en la mayoría de los casos, las preguntas de seguimiento evidenciaron ciertas contradicciones que permitirían suponer respuestas implícitas, las cuales validan la importancia, por ejemplo, del pago a dividendos. Esto fue

confirmado por algunos entrevistados -particularmente ex-empleados-, quienes aportaron información adicional que respalda la tesis de la financierización.

En cuanto al *canal del endeudamiento*, los testimonios revelaron que el escenario de liquidez global tras la crisis introdujo cambios relevantes para estas empresas. Desde la perspectiva de los empleados, el objetivo de la participación en los mercados de deuda internacional parece haber sido principalmente productivo. No obstante, las declaraciones del personal cercano a la dirección contradicen, en parte, esta postura, al señalar que las empresas no solo se endeudaron en moneda extranjera con el fin de operar o invertir, sino que también aprovecharon las condiciones favorables de financiamiento a bajo costo.

De ahí en más que, las preguntas en relación al escenario internacional y el endeudamiento externo dieron cuenta de la existencia de posibles interrelaciones entre el endeudamiento en moneda extranjera y la creación de valor para el accionista, cuya configuración puede dar origen a distintos escenarios de financierización, lo cual pone de relieve la importancia de futuras líneas de investigación en este campo.

Las estrategias de triangulación, por su parte, permitieron complementar la interpretación de los resultados y aportar indicios sobre las dinámicas corporativas que subyacen a los patrones observados en los datos. En cuanto al canal de la financierización, algunos de los testimonios permitieron ilustrar mecanismos consistentes con los resultados obtenidos en el análisis econométrico. Por ejemplo, en el sector Manufacturas, los entrevistados sugirieron una mayor centralidad en la política de dividendos en la estrategia corporativa, reforzando una orientación hacia la generación y distribución de valor para los accionistas (*shareholder value*). Las declaraciones también permitieron dar cuenta de la creciente importancia que juegan los ingresos financieros en el sector, lo cual podría estar estrechamente asociado a la mayor acumulación de activos financieros y sus implicancias en la remuneración a directivos.

Asimismo, la triangulación de métodos permitió respaldar las evidencias cuantitativas asociadas al coeficiente intermediarios sustitutos en los modelos de deuda. Los trabajadores señalaron la relación estrecha entre las condiciones salariales competitivas y la participación de estas empresas en los mercados internacionales de deuda. Por su parte, los relatos permitieron además cotejar las evidencias cuantitativas acerca de los determinantes de la

remuneración a directivos, dando soporte a la importancia del desempeño financiero y el cumplimiento de objetivos estratégicos.

Finalmente, en cuanto a las dinámicas salariales y las condiciones de empleo, la información recabada en las entrevistas permitió evidenciar una mayor orientación de las estrategias corporativas hacia la mejora de la eficiencia financiera. En el plano salarial, esto se ha visto reflejado en estrategias de reducción de costos laborales, lo cual podría estar estrechamente relacionado con la orientación hacia el corto plazo de las empresas. Las evidencias además dieron cuenta de la escasez de estrategias colectivas y marcos institucionales para hacer frente a reclamos salariales y otras condiciones de empleo. Esta debilidad actúa en favor de las lógicas financieras, que en consecuencia benefician a la alta dirección, encontrando poca o ninguna resistencia por parte de los trabajadores a la hora de disputar la distribución del valor generado.

Este tercer eje de las entrevistas también permitió captar un aspecto fuera del análisis econométrico que tiene que ver con los incentivos complementarios al salario. Los bonos por desempeño parecen constituir el principal beneficio monetario adicional, aunque también juegan un papel importante los pagos por cumplimiento de objetivos y productividad. En el caso de las empresas que prestan servicios, una variable bien ponderada son los descuentos en servicios de la empresa. A esto se suma que los salarios tienden a comprimirse porque trabajar en empresas altamente competitivas (y financierizadas) es percibido como un elemento de prestigio para la trayectoria profesional. Esta percepción actúa como un incentivo no monetario que influye en la determinación salarial, independientemente de que se traduzca o no en beneficios reales para el trabajador.

Por último, no parece haber evidencia clara de que la financierización opere sobre los salarios mediante mecanismos de ‘extorsión’ o coerción directa. Lejos de que exista una instrucción explícita desde las finanzas (decisiones visibles) para bajar los ingresos laborales, pareciera ser que la financierización opera sobre la compresión salarial de manera indirecta y estructural, al redefinir las prioridades de la empresa hacia la obtención de beneficios en el corto plazo.