

Capitalismo conducido por las finanzas y financiarización de la industria farmacéutica de Estados Unidos*

Finance driven Capitalism and financialization of the US pharmaceutical industry

Avraham Izhar Baranes**

Resumen

El análisis de las etapas del capitalismo de Minsky ofrece un conjunto analítico útil para entender no solo la transformación de la economía estadounidense, sino también de la empresa de negocios. Usando el concepto de empresa de negocios de la microeconómica heterodoxa, este artículo examina su evolución, enfocado en cómo la empresa se financiariza, bajo el capitalismo conducido por las finanzas (CCF). Es importante el creciente papel que los activos intangibles han tenido en generar ganancias para los accionistas. Esto se ve claramente en la industria farmacéutica estadounidense, en donde se ha visto que tienen un papel creciente en el balance los activos intangibles. Aunque muchas investigaciones han enfatizado la desigualdad económica, la inestabilidad y los altos precios de las medicinas, es importante conocer el papel que la financiarización de la economía ha tenido para generar estos problemas.

Palabras Clave: financiarización, industria farmacéutica Minsky

Abstract

Minsky's stages of capitalism analysis provide a useful analytical framework for understanding not only the transformation of the American economy, but also the transformation of the business enterprise. Using the concept of the business enterprise from heterodox microeconomics, this paper examines this evolution with a focus on how the enterprise became financialized under

* Traducción de inglés al castellano por Eugenia Correa y Wesley Marshall.

** Rollins College, Florida, Estados Unidos.

money manager capitalism. Of importance is the increased role intangible assets have played in generating returns to shareholders. This is clearly seen in the American pharmaceutical industry, which has seen its balance sheets take an increasingly intangible character. While much policy research has emphasized economic inequality, instability, and high drug prices, it is important to realize the role that the financialization of the economy has played in generating these problems.

Keywords: financialization, pharmaceutical industry, Minsky

Introducción

Un punto de partida importante entre los economistas heterodoxos y convencionales es el tratamiento de la empresa de negocios. Bajo la economía convencional, este agente económico es tratado como una “relación de contratos”, existiendo con el propósito de reducir los costos de transacción, con el tamaño de la firma basado sobre un análisis marginal comparando la reducción de los costos de transacción con los costos de administrar los contratos (Coase, 1937; Waldman y Jensen, 2013). Las ganancias dependen de la habilidad de vender un producto a un precio por arriba de su costo, y el precio del producto depende de la elasticidad de la demanda.¹ Las decisiones de inversión, empleo y producción, dependen de alguna forma del análisis del producto marginal, de una unidad adicional de recursos sobre los costos de esa unidad. Las firmas, bajo esa teoría, son tratadas de una manera similar a individuos racionales bajo la teoría de la demanda del consumidor. Como

¹ El supuesto neoclásico es que el precio de un producto está determinado por un margen sobre el costo marginal, con el margen siendo determinado como una función inversa de la elasticidad de la demanda. Bajo la competencia perfecta, cuando la demanda es perfectamente elástica, el margen es cero y el precio es igual al costo marginal. Bajo la competencia imperfecta y el monopolio, cuando la demanda no es perfectamente elástica, el margen no es cero y el precio es mayor que el costo marginal, lo que genera las ineficiencias neoclásicas en ese tipo de estructuras de mercado (Lerner, 1934; Machlup, 1946; 1967).

homo economicus siempre busca maximizar el placer y minimizar el dolor dada una función de utilidad, la firma neoclásica siempre busca maximizar las ganancias y minimizar los costos dada la demanda del mercado y una función de producción.

Los economistas heterodoxos han criticado este concepto de la firma desde varios ángulos, enfatizando la ausencia de la agencia. Las teorías Schumpeterianas de la firma, por ejemplo, han utilizado el concepto de emprendedor para incorporar la agencia. El emprendedor en esas teorías es un individuo que, a través de sus acciones, busca manipular al mercado para acumular ganancias y poder de monopolio (Schumpeter, [1934] 2012; [1942] 2008; Baumol, 1990; Acs, Braunherhjelm, Audretsch y Carlsson, 2009). De esta manera, más que aceptar la estructura de mercado como dada, la empresa emprendedora busca activamente manipular su medio, dando al capitalismo su característica dinámica.

Los economistas postkeynesianos e institucionalistas igualmente hacen énfasis importante sobre la agencia. Sin embargo, más que enfatizar el papel de un emprendedor individual, los economistas heterodoxos enfatizan la manera en que la empresa de negocios² toma decisiones basadas en métodos no marginalistas. Por ejemplo, hay una buena cantidad de literatura sobre la teoría de los precios que rechaza el concepto de que el precio está basado sobre la elasticidad de la demanda (Eichner, 1973; Eichner y Ochoa, 1988; Lee, 1996; 1998; Downward, 2000; Lee y Gu, 2012; Jo 2016). En su lugar, el margen de beneficio se considera determinado por la necesidad de inversión, la tradición, el concepto de equidad o por el liderazgo de precios e influencia sobre el mercado, teniendo la empresa la capacidad de mantener los precios

² El uso del término "empresa de negocios" en vez de "firma" es importante, como se discute en gran detalle en Dean (2013). Al rechazar el término "firma", los economistas heterodoxos reconocen que la empresa de negocios no es sencillamente un nexo de contratos cuyos procesos de toma de decisión debe tratarse como si fuera un individuo.

estables durante largos períodos de tiempo y variar los precios como les parezca.

Este es un importante punto de partida neoclásico de la teoría de los precios, que ve a la empresa aceptando un precio basada en la demanda del mercado. Además, al relacionar el precio a las necesidades de inversión, la que a su vez en las teorías postkeynesianas está basada en las expectativas de largo plazo y enraizada en la incertidumbre fundamental, se coloca a la empresa de negocios en el contexto del tiempo histórico, en el cual las decisiones tomadas en un periodo de tiempo no pueden ser revertidas sin grandes dificultades.³ Lo que implica es que los negocios toman decisiones con el propósito de reproducirse a sí mismos y las relaciones incorporadas a través del tiempo (Lee, 2012; Dean, 2013). Como tales, las teorías heterodoxas de la empresa de negocios enfatizan la manera en que los agentes tratan de controlar su entorno con el propósito de reducir la incertidumbre y mantenerse ellos mismos como una empresa en marcha. La consideración importante es, entonces, que entender la empresa de negocios requiere entender el contexto histórico dentro del cual las empresas conducen sus actividades. La empresa de negocios no es simplemente un agente maximizador, sino el resultado de un proceso evolutivo por el cual la empresa afecta ajuste sociales y es afectada por ellos. Entender la empresa de negocios en la economía moderna, se basa no solo en la comprensión del sistema económico moderno, sino también de la manera en que nació en dicho sistema.

El propósito de este artículo es ofrecer una comprensión de la empresa de negocios dentro del moderno capitalismo conducido por las finanzas (CCF) (*money management capitalism*), enfatizando la importancia de las finanzas y la teoría del valor del

³ Por ejemplo, no hay desplazamiento a lo largo de la función de producción, lo que implica que las decisiones de inversión son reversibles con grandes costos.

accionista en la teoría de la gobernanza. Se argumenta en este trabajo que, en la economía moderna, los motivos financieros han venido a dominar sobre los industriales, y que el actual régimen de acumulación ha llevado a la erosión de la actividad industrial en favor de la acumulación de activos generando rentas y aumento en los rendimientos de los accionistas. Usando la industria farmacéutica como un caso de estudio, muestro como los activos intangibles -frecuentemente asociados con el ingreso de rentas- se han tornado para dominar el capital físico –asociado con la producción industrial- con un pequeño efecto negativo sobre las ganancias.

El artículo está dividido en tres secciones. Primero, se discute el contexto teórico dentro del cual este artículo está escrito. Utilizando los conceptos de Thorstein Veblen, Rudolf Hilferding y Hyman Minsky, expongo la evolución de las empresas de negocios basadas en los diferentes regímenes de acumulación. Utilizo la teoría de Veblen de la empresa de negocios combinada con el análisis de Minsky de las etapas del capitalismo para conseguir un marco teórico para el resto de este trabajo. La contribución importante de esta sección está en mostrar cómo los activos intangibles vienen a formar la base de la capitalización de la empresa de negocios culminando en el aumento y dominación de la teoría del valor de los accionistas en la gobernanza corporativa. La siguiente sección examina el efecto de la teoría del valor de los accionistas en la economía en general, llevando hacia trabajos previos de William Lazonick y Claude Serfati. Aquí, el énfasis está sobre el cambiante uso de los activos intangibles y la transformación de la empresa de negocios a la corporación transnacional. En la tercera sección, aplico este análisis a la industria farmacéutica estadounidense, examinando la manera en la cual la industria se ha enfocado crecientemente en la acumulación de activos que generan rentas en relación al capital productivo. La

consecuencia es que las empresas farmacéuticas estadounidenses están *extrayendo* valor más que produciéndolo.

Evolución de la empresa de negocios en el capitalismo moderno

Esta sección examina la evolución de la empresa de negocios en el contexto del análisis de las etapas del capitalismo de Minsky. Como se señaló, la empresa de negocios no es una entidad estática; va cambiando con el tiempo. Para entender los temas de la financiarización y extracción de valor de las empresas modernas, en primer lugar se requiere una comprensión de cómo tales empresas llegaron a ser lo que son. Debido a que la empresa es tanto producto de su entorno y trabaja para influenciar en él. Primero se hace una revisión del análisis de Minsky de las etapas del capitalismo antes de examinar la naturaleza de la empresa de negocios en cada etapa. Hacerlo servirá para formar la base teórica sobre la que podemos comprender cómo las corporaciones no financieras, incluyendo las corporaciones farmacéuticas, han venido a acumular ganancias a través de actividades no basadas en la producción.

Análisis de las etapas capitalistas en Minsky: una visión general

En el examen de los rasgos dinámicos y evolutivos del capitalismo, Hyman Minsky identifica varias etapas únicas basadas en la manera en que la actividad económica es financiada (Minsky 1990; 1993). La etapa inicial del capitalismo se refiere como el “capitalismo comercial”, y no es diferente al sistema económico expuesto por Adam Smith. El financiamiento de la actividad venía principalmente de los rendimientos y ganancias retenidas, las cuales sería reinvertidas para continuar la producción. Cualquier financiamiento externo en esta etapa era de corto plazo, funcionando principalmente para engrasar las ruedas de la

producción y del intercambio. A medida que avanzaba la tecnología y la escala de la producción creció, las empresas empezaron a financiar sus actividades a través de la venta de participaciones en la propiedad, señalando el periodo del capitalismo industrial. Tal actividad, sin embargo, requería dos importantes aspectos: una manera de valorar las compañías y un sistema financiero para sostener la venta de las acciones. Con el crecimiento del sistema financiero, el periodo del capitalismo industrial abrió camino al capitalismo financiero marcado por los grandes bancos de inversión conduciendo las valuaciones basadas en la capacidad de ganancia de la compañía, no en la capacidad productiva (Wray, 2009). Tal periodo incluyó la creación de monopolios y, después de la Ley Sherman, las fusiones horizontales como una manera de controlar la destructiva competencia por precios, financiada con fondos externos.

Después de la Gran Depresión, las regulaciones del *New Deal* limitaron los efectos del financiamiento externo de la actividad económica. Además, las grandes deudas gubernamentales durante la 2ª Guerra Mundial encontraron su camino en el balance de las empresas privadas y los hogares, permitiendo el financiamiento de la actividad económica. “En efecto, la deuda pública fue “apalancada”, sirviendo como colateral de préstamos para financiar vivienda e inversión de negocios” (Wray 2009, 813). Este capitalismo, denominado capitalismo gerencial por Minsky, era paternalista y creía en el gran gobierno y los grandes bancos para estabilizar y poner un piso a los precios de los activos, los rendimientos y las ganancias⁴ (Minsky, 1986; Papadimitriou y Wray, 1998; Wray, 2009). Además, la alta demanda de consumidores, gobiernos centrales y sector externo todavía recuperándose desde la 2ª Guerra Mundial llevó a la creación de una fuerte y

⁴ La relación entre el déficit presupuestal del gobierno y las ganancias del sector privado es expuesta por M. Kalecki (1942).

estable clase media y un flujo de fondos que disminuyó la necesidad de grandes montos de financiamiento externo como se vio en la era de la pre-depresión. Como Minsky señaló, sin embargo, la regulación es solamente efectiva si se mantiene con la evolución de las circunstancias económicas (Minsky, 1986).

Como las memorias de la depresión se van decolorando, la estabilidad de la era de posguerra llevó a los responsables de las políticas a creer que regulación adicional era innecesaria y empezaron a desregular varias industrias, la más importante de ellas, la industria financiera. De esta manera, la estabilidad del capitalismo gerencial abrió camino a la inestabilidad del CCF. Wray (2009; 2011) ha discutido el surgimiento del CCF como un regreso al capitalismo financiero de la era predepresión. Con la desregulación de los mercados financieros, nuevas formas de financiamiento vía los fondos de pensión, fondos de cobertura y otros tipos de financiamiento no-bancario han venido a dominar el sistema financiero (McCully, 2009; Pozsar, Adrian, Ashcraft y Boesky, 2010; Gennaioli, Shleifer y Vishny, 2013). Desenfrenada especulación sobre el precio de los activos, especialmente el precio de la vivienda, ha además generado una era de inestabilidad y desigualdad. La política pública, además, ahora parece estar organizada por la clase más alta de los gestores del dinero y financieros con el propósito de aumentar su propia riqueza y poder (Hacker y Pierson, 2010). El resultado de esta transformación fue la crisis financiera global de 2008.

Minsky enfoca más su atención sobre el sistema financiero y el cambio en los regímenes de financiamiento para entender la evolución capitalista, esto es igualmente importante para entender la manera en la que las empresas no financieras han sido afectadas por esos cambios. En efecto, al examinar el tema de financiarización y el valor de extracción a través del uso de activos generando rentas, hemos típicamente enfocamos a las empresas que han

conducido tales actividades mientras sacrifican sus actividades industriales productoras de valor. Por lo tanto, una comprensión de la evolución de las empresas de negocios dentro del contexto del análisis de las etapas del capitalismo recorrerá un largo camino para ayudarnos a entender la conducta de la empresa moderna.

La empresa de negocios y las etapas del capitalismo

La teoría de la empresa de negocio de Veblen es una en que las actividades productivas se ven dominadas por actividades pecuniarias, conduciendo a la desigualdad, el desempleo y el lento crecimiento económico en general (Veblen, 1904; 1921; [1923] 2009). Tal resultado, para Veblen, se debe a las relaciones de propiedad dentro de la economía capitalista en combinación con la dominación de la mentalidad pecuniaria (Veblen, [1898b] 1943; [1899] 2009). Para Veblen, como para la economía institucionalista que le sigue en la tradición vebleniana, la productividad de la economía está fundada en el conocimiento social. En otras palabras, la habilidad de una sociedad para mantenerse ella misma en marcha depende de su habilidad de utilizar su comprensión del mundo material de una manera que produzca un resultado útil (Veblen, 1908a; Ayres, 1952). Tal conocimiento es *social*, éste es desarrollado por la comunidad como un todo y puede ser mantenido solamente por la comunidad como un todo. “El conocimiento y las habilidades de formas y medios es un producto, quizá un sub-producto, de la vida de la comunidad en general; y puede ser incluso mantenido y retenido solamente por la comunidad en general.” (Veblen, 1908a, 519). La implicación de esto, entonces, es que el núcleo productivo de la actividad económica es de carácter social y no individual.

Este conjunto de conocimientos compartidos es lo que forma la base de la formación de capital y desarrollo (Veblen, 1908a; Ranson, 1987; Dean, 2013). Los activos tangibles, instrumentos, maquinaria, equipo y similares, surgen de este conjunto

compartido de conocimientos. Veblen refiere a esos activos como “bienes de capital útiles considerados como posesiones valiosas que otorgan un ingreso a sus propietarios”. (Veblen, 1908a, 539 *fn* 1) En esta definición hay dos elementos claves separables: a) el valor de uso en la capacidad del activo de proveer bienes y servicios socialmente necesarios, y b) la corriente de ingreso proporcionada al propietario del activo. Como Veblen lo explica en otra parte, el concepto de propiedad individual no es una ley fuerte; más bien es una forma de arreglo institucional por el cual el conjunto del conocimiento compartido como propiedad comunal es apropiado por los individuos (Veblen, [1898a] 1943).

Es desde este concepto de propiedad que Veblen desarrolla su teoría de activos intangibles. Los activos intangibles –tales como patentes, activo intangible de reputación de la empresa (*goodwill*), nombre de marca, derechos de autor y marcas comerciales, que por sí mismos no producen bienes y servicios socialmente necesarios. Más bien, son los derechos de propiedad los que aumentan el ingreso corriente de los propietarios individuales de los activos tangibles. De esa manera, pueden ser considerados no como activos productivos, sino como activos generando rentas cuyo valor es derivado de la propiedad (Veblen, 1908b; Dean, 2013). Dado que el propósito de la empresa de negocios es reproducirse a sí misma como una empresa en marcha a través del uso de transacciones monetarias, los activos intangibles funcionan para bloquear a la comunidad de su conjunto de conocimientos compartidos. Al hacerlo, ellos pueden demandar una cuota del público para tener acceso a sus propios activos productivos tangibles, la corriente de ingreso en la definición de Veblen, que es necesaria para proporcionar los bienes y servicios útiles que requiere la vida comunitaria.

Esto es más claro y obviamente visible bajo las condiciones del capitalismo comercial. En este tipo de organización smithiana, la

producción a través de usar activos tangibles está ligada a lo que Commons, ([1934] 2009) llama la planta en marcha, y la distribución del producto ocurre a través de la negociación entre el productor y el consumidor. La planta que va a sobrevivir en esta etapa temprana debe participar en las continuas transacciones monetarias. Los activos intangibles ayudan en este esfuerzo en dos aspectos importantes. En primer lugar, como se mencionó anteriormente, los activos intangibles tales como patentes, marcas y derechos de autor funcionan para "bloquear" a la comunidad el acceso a su conjunto de conocimientos. De esta manera la empresa se convierte en una clase de operador de peaje, requiriendo el pago de la comunidad por el suministro a ella misma. (Veblen, 1904; 1908b; Heller y Eisenberg, 1998). Bajo tal capitalismo comercial, entonces, la comunidad es separada de su compartida acumulación de conocimiento por un grado, dando lugar a lo que Dean señala como el "primer grado de separación" (2013, 64). Segundo, los activos intangibles en la forma de *goodwill*⁵ ayudan a reducir la incertidumbre para ambos consumidores y productores (Commons, [1924] 2007; 1936). Bajo el sistema competitivo del capitalismo comercial, el *goodwill* significa que el consumidor está cierto de la utilidad del producto que se compra y el productor está seguro en un grado de su capacidad de vender el producto que produce.

La empresa de negocios bajo el capitalismo comercial, entonces, requiere de continuas transacciones monetarias para mantenerse a sí misma como una empresa en marcha. El éxito de esto depende en gran medida de su acumulación de activos intangibles para, primero, obligar a la creación de transacciones de negociación y, segundo, conservar una base de consumidores estable. Como la empresa crece de comercial a industrial, sus actividades empiezan a cambiar. El periodo del capitalismo industrial está marcado por la

⁵ Goodwill en este artículo es simplemente definido como las relaciones entre los compradores y vendedores. Más adelante en este trabajo, se discutirán las implicaciones contables del *goodwill* con más detalle.

gran escala de la producción, requiriendo inversiones intensivas en capital de equipo. Las implicaciones de ello es que las empresas bajo el capitalismo industrial enfrentan significativos costos fijos comparados con aquellos del capitalismo comercial. “Con el objetivo de cubrir las necesidades de costos fijos esas firmas tratan de maximizar el flujo de ingresos y no la ganancia por unidad.” (Atkinson y Paschall, 2016). Tal objetivo requiere controlar los precios de la producción. “Bajo el viejo régimen del artesanado y pequeño comercio, la escasez significaba altos precios y privación y podría significar hambre y pestilencia; bajo el nuevo régimen, los bajos precios comúnmente suelen significar privaciones y en ocasiones pueden significar hambre” (Veblen, 1904, 87).

El mantenimiento de altos precios requiere reducir el número de potenciales vendedores de un producto y es en la etapa del capitalismo industrial que los activos intangibles se convierten en *market equities*, activos del mercado. Los *market equities* pueden ser pensados como el derecho de acceso al mercado (Hamilton, 1943). El tipo monopólico de activos intangibles sirve para restringir el acceso al mercado, limitando así el número de productores de un producto y dando a la empresa más control sobre el precio.

Es importante señalar que, bajo este tipo de empresa industrial, existe una separación interna en la empresa de negocios. De un lado, los activos tangibles están todavía encarnados dentro de la planta en operación, ahí donde está localizada la producción de la empresa. Por otro lado, ahora existe una entidad separada, referida como el negocio en marcha (Commons, [1934] 2009). Esta es la unidad a cargo de asegurar que la producción del producto por la planta sea vendida a un precio de reproducción, y es la localización de los activos intangibles de la empresa. Podemos entonces referirnos al capitalismo industrial como un segundo grado de separación; la comunidad está ahora dos veces separada de la

propiedad de su conjunto de conocimientos: una por la planta en marcha y otra vez por el negocio en marcha (Dean, 2013).

La transición del capitalismo industrial al capitalismo financiero sucedió con el crecimiento del sistema de trenes y el mercado nacional. Como Alfred Chandler (1977) ha señalado, la construcción de los ferrocarriles fue financiada en gran parte por la emisión de acciones y deuda, o lo que Commons refiere como “propiedad incorpórea.” ([1934] 2009: 401). Al hacerlo, la propiedad y el control de la empresa se separaron y la empresa tomó una forma completamente diferente. Mientras que anteriormente, incluso las grandes empresas podían ser administradas por un pequeño número de personas,⁶ la emisión de acciones llevó a la creación de una jerarquía gerencial en el funcionamiento de las empresas ferroviarias (Chandler, 1977). Otras empresas industriales usaron los ferrocarriles como guía para la organización interna, cuando empezaron a financiar la inversión a través de la emisión de propiedad incorpórea. Un subproducto importante de esta emisión de deuda fue el aumento y dominio del sistema financiero para administrar las emisiones y, aún más importante, el valor de esta propiedad incorpórea.

El capitalismo financiero está marcado por un cambio en el circuito del capital. La economía heterodoxa enfatiza la importancia del circuito D-M-D' descrito por Marx ([1867] 1979) en donde el dinero (D) es usado en la producción de mercancías (M), las cuales son vendidas con ganancia ($D' = D + \Delta D$). Sin embargo, como Veblen (1904) y Hilferding ([1910] 1981) explican, la venta de acciones crea un nuevo circuito, donde la producción de productos útiles es simplemente un subproducto del aumento del valor de las acciones. Bajo esta nueva forma de empresa, el primer capital accionario es primero emitido en el

⁶El segundo banco de Estados Unidos, por ejemplo, estaba administrado por sólo 3 personas (Chandler, 1977).

circuito D-M-D', y a la conclusión del circuito, ΔD debe ser distribuido al accionista. Además, como Hilferding señala, la propiedad de acciones es fácilmente liquidable, creando un mercado secundario en donde los propietarios de una acción pueden vender su participación a otro si los rendimientos son suficientemente bajos comparados con otras empresas. Si muchos propietarios tratan de vender sus acciones simultáneamente, la valuación de una compañía se desploma y conduce al fracaso de una empresa como una empresa en marcha.

Las implicaciones de este cambio deben ser claras: bajo el capitalismo financiero, no hay la capacidad de vender la producción a la ganancia que fije la viabilidad de la empresa, sino que es la capacidad de aumentar el valor de su propiedad incorpórea. Debido a que el ingreso de los accionistas es el objetivo fundamental, surge un incentivo perverso: si los rendimientos pueden aumentarse *sin* producir, entonces menos producción será producida y la inversión en capacidad productiva caerá. Como sucede, los activos intangibles tienen un importante papel en aumentar la valuación de una empresa. El ingreso corriente resultante del ingreso por rentas, el ingreso recibido por los altos precios debido al bloqueo de los productores compitiendo, la concesión de licencias de propiedad intangible tales como patentes y *goodwill* de la compañía, pueden ser capitalizados y utilizados en la emisión de propiedad incorpórea, promoviendo el incremento en la valuación de la compañía. Como Eric Hake explica, “Una vez que estos activos financieros son legítimamente incluidos en el balance, cambia nuestra comprensión del monto de ingresos que pueden ser recibidos por los agentes financieros, los gerentes o los propietarios” (2007: 33). El papel de los activos intangibles ha cambiado nuevamente. Mientras que bajo el capitalismo industrial ellos sirvieron para crear certidumbre en las transacciones negociadas y bloquearon a otros productores en competencia, bajo el capitalismo financiero, ellos sirven para

formar a la base sobre la cual la empresa puede ser capitalizada y crear la propiedad incorpórea. Dean (2013; 2015) señala este cambio como la tercera separación. El conjunto del conocimiento ahora se capitaliza en forma de emisiones de acciones y deuda, siendo efectivamente “poseído” por una nueva clase de accionistas. Estos accionistas propietarios están separados de la empresa, la que en si misma tiene una separación interna entre la marcha de los negocios y la de la planta, con la comunidad estando separada de la empresa.⁷

Después de la Gran Depresión y las regulaciones del New Deal que le siguieron, la estructura de la empresa no cambió significativamente, aunque su financiamiento y conducta lo hicieron. Como se dijo antes, mucha de la actividad durante la expansión de la posguerra, fue financiada con deuda del gobierno y otras ganancias retenidas. Además, la separación entre la propiedad y control significó que los gerentes pudieran dirigir la empresa de acuerdo a sus propios objetivos, más que los objetivos de los accionistas (Berle y Means, [1932] 2009; Herman, 1981). Debido a que el objetivo de los gerentes era asegurar su posición en un escenario de largo plazo, ellos enfatizaban la viabilidad de largo plazo de la empresa, combinando con la distribución administrativa de los recursos, a diferencia de la administración de mercado (Chandler, 1977; 1990). Este periodo estuvo caracterizado por el monopolio del *laissez-faire*; fuertes sindicatos como una forma de contra balance del poder; una fuerte jerarquía gerencial con ascenso lineal; y empleo estable, donde un individuo pudiera haber pasado la totalidad de su carrera con una empresa (Galbraith, 1967; Munkirs, 1985; Lazonick, 2010a).

Este tipo de organización empresarial cambió en los años de 1970 con lo que ha venido a ser conocido como la revolución de los

⁷ Para un esquema completo de esta separación, véase Dean (2013).

accionistas. Accionistas, infelices con la manera en la que los gerentes retenían ganancias más que distribuirlas vía dividendos, empezaron a ejercer influencia sobre las empresas. Este señaló un regreso a la teoría de gobierno corporativo del valor de los accionistas vista bajo el capitalismo financiero. La siguiente sección analiza este cambio y efecto sobre la empresa de negocios.

La empresa en el CCF: regreso del valor de los accionistas

El ascenso del CCF ha comprometido un casi regreso del capitalismo financiero (Wray, 2009). En los años de 1970 hubo un cambio en la manera en la que las empresas estaban estructuradas y administradas, culminando con la revolución de los accionistas. El capitalismo gerencial había resultado en empresas que, a través de la inversión interna, las fusiones y adquisiciones, eran demasiado grandes para ser administradas efectivamente y con demasiado efectivo en sus balances. Cuando se combinó con la entrada de la competencia japonesa en muchos campos industriales, las empresas estadounidenses estaban mal equipadas para generar rendimientos a los accionistas, llevando a un cambio en la estructura de gobierno de la corporación (Lazonick, 2010a; 2010b). La “nueva” estructura de gobierno, basada en maximizar el valor de los accionistas giró hacia lo que los teóricos de la agencia refieren como el problema del principio agencia. Los accionistas, como los demandantes residuales de ganancias de la empresa, son los importantes mientras que los gerentes, que controlan la actividad diaria de la empresa, son agentes de los accionistas. El principal tema del capitalismo gerencial, de acuerdo con esta teoría, era que los agentes estaban operando en su propio interés, más que en el interés de los accionistas. Para alinear los valores gerenciales con los valores de los accionistas, las empresas utilizarían recursos de manera que maximicen la ganancia,

llevando a la eficiencia del mercado. Como tal, la eficiencia teórica de la empresa llega junto con el rendimiento a los accionistas, las empresas que fracasan en generar suficientes ingresos son señaladas como profundamente ineficientes (Fama y Jensen, 1983; Jensen, 1986).

Este aumento y dominio del valor de los accionistas fue facilitado por varios desarrollos claves en el sistema financiero. Primero, los inversionistas institucionales de los fondos de pensión y fondos mutuos, expandiendo enormemente la propiedad accionaria. Segundo, la desregulación financiera que con la inflación de 1970 expandió los tipos de activos que los inversionistas institucionales, los bancos y las instituciones de ahorro podría tener. Tercero, el desarrollo del mercado de bonos chatarra en los años 1970, combinado con el desarrollo de inversionistas institucionales, pusieron presión sobre las corporaciones por distribuir ganancias a los accionistas, más que reinvertir esas ganancias (Gaughen, 1996). La combinación de esos tres desarrollos, junto con la dominación de la teoría del valor del accionista, llevaron a la “emergencia de un poderoso mercado para el control corporativo, algo de lo cual los teóricos de la agencia de los años 1970 habían solamente soñado” (Lazonick y O’Sullivan, 2000,18). Como tal, las primeras etapas del CCF estuvieron marcadas por compras hostiles y la cuarta mayor ola de fusiones, ya que las empresas intentaron reducir su producción y distribuir efectivo a los accionistas para aumentar su valuación.

Otros dos cambios claves en el ascenso del CCF y dominio del valor de los accionistas fueron la manera en que los ejecutivos del más alto nivel fueron compensados y la manera en que los activos intangibles fueron usados para generar ingresos monetarios. Con el objetivo de que el problema del agente principal se resuelva, los intereses de los gerentes tenían que ser puestos en línea con los intereses de los accionistas. Los cambios en el código fiscal fueron más benéficos para los niveles ejecutivos más altos para ser

pagados no en efectivo, sino en propiedad, como las opciones. Al vincular la compensación al rendimiento de las acciones, era más probable que la empresa fuera controlada en función de las necesidades de liquidez de los accionistas, en lugar de la viabilidad a largo plazo de la posición de gerente (Lazonick & O’Sullivan, 2000; O’Sullivan, 2003; Lazonick, 2010b). Como Hall y Liebman (1998) y Lazonick (2005) muestran, las opciones aumentaron de 19% de la compensación de los ejecutivos en 1980 a 48% en 1994, mientras que el valor medio de las opciones aumentó 684% y los salarios y la compensación de bonos aumentó 95%. Además, los dividendos pagados “aumentaron a un promedio anual de 10.8% mientras que las ganancias después de impuestos se incrementaron en un promedio anual de 8.7%. En los años de 1990 esas cifras

Cuadro 1		
Dividendos por Acción y Ganancias Después de Impuestos, 2003-2014		
Año	Dividendos Reales por Acción (dólares)	Ganancias después de Impuestos (miles de millones de dólares)
2003	21.23	725.7
2004	23.37	948.5
2005	25.44	1240.9
2006	27.71	1378.1
2007	30.11	1302.9
2008	31.37	1073.3
2009	27.94	1203.1
2010	24.15	1470.2
2011	25.84	1427.7
2012	29.64	1683.2
2013	33.95	1692.8
2014	37.54	1693.9

Fuente: Estándar and Poor’s 2015; St. Louis Federal Reserve Economic Data Base 2015.

eran 8% para los dividendos y 8.1% para las ganancias” (Lazonick, 2008, 483-484) Los más recientes datos apoyan esta tendencia como se muestra (Cuadro 1). De 2003 a 2008 la tasa anual real de dividendos por acción de las compañías del índice S&P 500, aumentó a un promedio anual de 8.15% y en los años de la posGran Recesión, 2011 a 2014, los dividendos pagados aumentaron a 11.71% (Standard & Poor’s, 2015). Las ganancias corporativas después de impuestos aumentaron en promedio 9.04% de 2003 a 2014, incluso cuando se toma en consideración los años de la Gran Recesión (St. Louis Federal Economic Database, 2015).

Tales acciones han tenido consecuencias negativas en el largo plazo para esas compañías. Hewlett-Packard, por ejemplo, registró 12.7 mil millones de dólares (mmdd) en pérdidas, y eliminó 34,300 trabajos entre 2013-2014. Cisco Systems, además, a pesar de tener el más alto nivel de capitalización de mercado en el mundo en el año 2000, sacrificó la inversión en tecnologías de la comunicación por el bien de las recompras y ha sido forzada a comprometerse en despidos a gran escala como un resultado y ya no se considera un líder en la industria de las comunicaciones globales. Motorola, es un tercer ejemplo, ganó 4.6 mmdd a través de la venta de telefónica Razr en 2005. Entre 2005 y 2007, gastó 7.7 mmdd, o el 94% de sus rendimientos netos, en recompras. En 2008, perdió 4.2 mmdd y no ha competido seriamente en la industria de teléfonos celulares desde entonces. (Lazonick, 2014a). En esencia, el cambio al CCF y la dominación de las recompras de acciones como una estrategia para maximizar el valor de los accionistas ha sacrificado la estabilidad de largo plazo y la viabilidad de las empresas por ganancias de corto plazo para los administradores y los ausentes propietarios.

Un segundo cambio clave fue el modo en el cual los activos intangibles fueron usados para aumentar la valuación de las

empresas. Como se dijo antes, los activos intangibles bajo el capitalismo financiero formaron la base para la valuación de la empresa de negocios, lo mismo es verdad bajo el CCF, con un extendido papel para el *goodwill*. Este papel expandido de los activos intangibles bajo el CCF ha ayudado a pasar a una era de financiarización. La financiarización se refiere a “un patrón de acumulación en el cual las ganancias se acumulan principalmente a través de canales financieros más que a través del comercio y la producción de mercancías” (Krippner, 2005, 174).⁸ En esta era, la organización de la empresa ha cambiado hacia lo que C. Serfati ha llamado la Corporación Transnacional (CT), que a diferencias de las empresas en etapas tempranas del capitalismo, la CT es:

un sector institucional compuesto por firmas cuyo negocio está basado en la actividad financiera... Sin embargo, es también un proceso *funcional* a través del cual el dinero se vuelve capital para sus propietarios gracias al avance como derechos de propiedad y préstamos. En el capitalismo contemporáneo, esta oportunidad funcional... es ofrecida a los grupos industriales a través de la tenencia de activos financieros u otros activos que generan rentas, que con respecto a esta oportunidad pueden ser considerados como componentes del capital financiero (Serfati, 2008, 40).

Hay dos cambios claves en relación con las CT comparando con las primeras etapas de la empresa de negocios. Primero, la noción tradicional de la ganancia resultando de la venta por encima de los

⁸ Jo y Henry (2015) identifican siete características básicas de la financiarización. Estas son, en breve: la corporativización de las empresas en una compañía por acciones; control administrativo de la actividad económica; maximización del valor de la propiedad incorpórea como el objetivo principal de la actividad de la empresa; fusiones y adquisiciones como el método común del incremento del valor de la empresa, conducida por la especulación; la compensación basada en acciones para los ejecutivos; y el sacrificio de la capacidad productiva a favor de los ingresos pecunarios. Para mayor análisis, puede verse Whalen (2002), Medlen (2003), y Wray (2007)

costos ya no son ciertas en gran escala. Davis (2016) ha mostrado como las corporaciones estadounidenses han alterado sus carteras de inversión enfatizando el corto plazo, los activos financieros líquidos más que la inversión de capital de largo plazo. Segundo, los activos intangibles y su administración se ha vuelto la principal atención de las corporaciones no financieras. Como señala Serfati, “los activos intangibles, ahora se dice, han suplantado a los activos tangibles como el valor clave que conduce la economía” (2008,45). Mientras que, en las tempranas etapas del capitalismo, los activos intangibles aumentaron las ganancias a través del control sobre las relaciones entre compradores y vendedores, el papel de los activos intangibles en el CCF está principalmente motivado por su capacidad de manipular el valor de la propiedad incorpórea. Al igual que en el capitalismo financiero, cuanto mayor sea el valor de la base de activos, mejor será la capacidad de la empresa para expandir y aumentar el valor de su propiedad incorpórea.

Además, las CT están compuestas de subsidiarias que realizan las actividades de empresa de negocios. Esas subsidiarias tienen varias obligaciones, pero con respecto a los activos intangibles ellas

han estado dando los derechos de propiedad intelectual de sus compañías matrices y recibiendo ingreso en la forma de regalías o como derechos de las (sub) licencias. Claramente la creación de tales entidades financieras hace transacciones con la propiedad intelectual (e.g. I&D) e ingresos relacionados ampliamente desconocidos por los estadígrafos a cargo de presentar las cuentas nacionales (Serfati, 2008, 43).

La subsidiaria en esta estructura es responsable de la acumulación de activos intangibles. Sin embargo, más que usar esos activos para la creación de productos, ellos la licencian a la CT, pagando un derecho de licencia y regalías para el acceso al conocimiento. Esos pagos al SPE, sin embargo, son insignificantes en comparación a los ingresos potenciales de las ventas de monopolio y el

incremento en la capitalización. Desde la perspectiva de la CT, la amenaza de la destrucción creativa como innovación de las pequeñas empresas no es problemática ya que el acceso a los mercados globales debe ser conducido a través de las licencias que refuercen la dominación de las CT.

Los activos intangibles permiten a las empresas aumentar la valuación de las CT para obtener tres diferentes ventajas comparativas. Primero, la ventaja diferencial conferida por tales activos durante el capitalismo comercial e industrial aumenta la base del activo, que puede entonces ser capitalizado en la forma de emisión de acciones o de otras formas de propiedad incorpórea. Este proceso de valuación y revaluación se vuelve el principal objetivo de la gerencia de la empresa buscando aumentar el valor de los accionistas, como los activos intangibles deben ser revaluados a tasas crecientemente mayores para que la empresa se mantenga ella misma en operación (Jo & Henry, 2015). En efecto, como lo señaló Veblen (1904), Keynes (1936) y Minsky (1975; 1986), cuando la compañía revalúa sus activos⁹ a un menor nivel, o incluso por debajo del aumento esperado, puede causar pánico a los accionistas y llevar a una venta rápida, resultando potencialmente en una prolongada recesión. Fusiones y adquisiciones son importantes en este esfuerzo en la medida que permiten a la empresa abultar el valor de sus *goodwill* a través de la adquisición (Zeff, 1999; 2005).

La segunda ventaja que ofrecen los activos intangibles es a través del uso en fusiones y adquisiciones, en particular a través de lo que se conoce como fusiones de “*goodwill*”. En el balance de una empresa, el *goodwill* refleja la diferencia entre el valor de

⁹ *Goodwill*, por ejemplo, debe ser probado al final de cada año para corroborar su validez. Si el *goodwill* no es válido, ello representa una disminución en el valor desde el momento de la compra y, si este deterioro es suficientemente grande, puede tener un impacto significativo en el valor de la base de activos de la compañía (KPMG, 2014).

adquisición de una compañía adquirida y el valor en libros ¹⁰ de la compañía adquirida (APB, 1970; FASB, 2001). Entonces si la compañía A adquiere la compañía B por 1.5 millones de dólares, pero el valor en libros de la compañía B es de 1 millón de dólares, la compañía A se dice que ha adquirido 500 mil dólares en *goodwill*. William K. Black (2005) discute el efecto del *goodwill* en las fusiones en la industria de Ahorro y Préstamo, mostrando como tales fusiones fueron usadas para cubrir pérdidas e insolvencias mientras que artificialmente inflaban el valor de los activos. En este tipo de fusiones, una compañía insolvente es comprada por otra por arriba de su valor en libros, con la diferencia siendo categorizada como *goodwill*. A través de este uso de contabilidad creativa, la compañía adquiriente es capaz de mostrar un masivo aumento en las ganancias a pesar de adquirir más pasivos que activos.¹¹ Al hacerlo, tales empresas fueron capaces de mantenerse a sí mismas como empresas en operación, mostrando ganancias pecuniarias que no se correspondían con las ganancias en productividad. Con respecto al concepto de la CT, entonces, las fusiones de *goodwill* y la contabilidad creativa de los activos intangibles permiten el aumento en la valuación de la corporación basada en medios puramente financieros, en contraposición al capital industrial.

La tercera ventaja que ofrecen los activos intangibles para las CT es a través del acceso al financiamiento externo. Cuando adquieren préstamos, la empresa puede usar tales activos como colateral, permitiéndoles aumentar el monto del financiamiento externo a la empresa disponible para las maniobras financieras discutidas antes, tales como la recompra de acciones. Entre 2009 y 2014, por ejemplo, 14.63% de los préstamos de JP Morgan fueron otorgados

¹⁰ El valor en libros de una compañía es calculado substrayendo los activos intangibles y el total de pasivos de los activos totales.

¹¹ Black (2005) para las especificaciones de cómo esto ocurre.

usando patentes y aplicaciones de patentes como colateral. Esto fue también verdad para el Bank of America (14.06% de préstamos), Citigroup (10.39%) y Wells Fargo (9.81%), y otros (Ellis, 2015). El aumento en la disponibilidad de financiamiento externo a la empresa, mientras no aumente directamente la capacidad de ganancias, hace tales manipulaciones financieras más fáciles. Los activos intangibles también tienen el efecto de reducir los costos de préstamo, haciendo más barata la emisión de propiedad incorpórea. Levitas y McFayden (2009) encontraron que “las empresas mitigan los costos asociados con el financiamiento a través del mercado externo de capital al reducir las asimetrías de conocimiento a través de las altamente valuadas actividades de patente” (675). Los activos intangibles, particularmente los derechos de propiedad intelectual, son útiles instrumentos en el aumento de los fondos externos señalando a los prestamistas que la empresa es un innovador exitoso y digno de financiamiento a bajo costo.

Cuando la administración y el control de la empresa ha sido separado de la propiedad, los activos intangibles toman un papel adicional al proporcionar la base para la capitalización y expandir la propiedad incorpórea.¹² Bajo el CCF los objetivos de los gerentes y propietarios ausentes son alineados para entregar las compensaciones a los ejecutivos basadas en el mercado accionario, resolviendo el conflicto entre los dos grupos que existían en el capitalismo gerencial.

La estrategia gerencial, entonces, enfatiza el incremento del precio de las acciones y el valor de la propiedad incorpórea con activos intangibles, ayudando en este esfuerzo a través de su habilidad de expandir la base de activos, así como a la inflación de activos de

¹² Es verdad que los activos intangibles aumentan la base de valuación en los primeros grados de separación que pueden ser usados para expandir el financiamiento de la deuda, pero es bajo el capitalismo financiero y el CCF el énfasis en la maximización del valor de los accionistas, ésta se convierten en el punto de atención fundamental y el valor clave que conduce la empresa.

fusiones y adquisiciones y reduciendo el costo del financiamiento externo. En tanto que tales acciones sirven para aumentar los rendimientos de los accionistas, beneficiando a los propietarios ausentes, pero aquellas no afectan la capacidad tecnológica que se provea a sí misma, y así, tienen poco beneficio para una sociedad mayor. En otras palabras, los activos intangibles influyen la distribución de la producción y la demanda sobre el excedente social en vez de producirlo; ellos están involucrados en el proceso de *extracción* del valor más que en la *creación* del valor, un sello distintivo de la financiarización y del CCF como un todo. La siguiente sección, esta teoría será aplicada a la industria farmacéutica para mostrar los efectos que financiarización ha tenido en sus activos.

Financiarización de la industria farmacéutica

El proceso de financiarización se vuelve claro cuando se examina la industria farmacéutica de Estados Unidos (EU). Recientemente se ha puesto mucha atención en el alto precio de la farmacéutica en EU. Por ejemplo, las farmacéuticas Mylan y Turing han tenido recientemente un fuerte escrutinio por sus precios del EpiPen y Daraprim¹³ (Lornzetti, 2015; Willingham, 2016). La revista de la Asociación Médica Americana ha encontrado que muchos de esos aumentos de precios y altos precios en la industria farmacéutica en general, son resultado de esos derechos de monopolio llamados patentes (Kesselheim, Avorn, y Sarpatwari, 2016). Menos atención, sin embargo, ha sido puesta sobre los efectos en la hoja de balance de esos activos intangibles. En otras palabras, se debe poner más atención en la creciente confianza en los activos intangibles de las empresas farmacéuticas para mantenerse ellas mismas operando.

¹³ Turing Farmacéutica adquirió los derechos del Daraprim y inmediatamente aumentó su precio en 5000%. Mylan, por su parte, ha aumentado el precio del EpiPen en 400% desde 2009 mientras paga a sus CEO bonos exorbitantes.

En esta sección respondemos sobre esta cuestión mostrando como las empresas farmacéuticas dominantes de EU han tomado una fuerte característica intangible, rasgo definitivo del proceso de financiarización y de la CT en general.

La información para esta sección se tomó de reportes financieros de las empresas farmacéuticas enlistadas en la revista Fortune 1000 entre 2002 y 2014 a través de las bases de datos de Wharton Research Data Service.¹⁴ El año 2002 fue escogido como el año de inicio debido a cambios en las reglas contables alrededor de activos intangibles después del escándalo de Enron (FASB, 2001; Hake, 2005). Esas empresas fueron escogidas debido a su habilidad de dirigir el curso y dirección de la industria como un todo (Chandler, 2005; Gagnon, 2009). De interés clave hay dos principales aspectos: primero es la estructura de la hoja de balance de la industria, enfocada sobre la tasa de activos intangibles sobre el capital productivo y los activos tangibles netos de la industria. Segundo, es la tasa de ganancia de la industria, calculada en cuatro maneras: rendimiento sobre los ingresos (ROR) rendimiento sobre activos (ROA), rendimiento sobre acciones (ROE), y ganancias por acción (EPS). En línea con la investigación previa conducida por Hake y King (2002) en relación a los activos intangibles en la industria frigorífica, yo considero activos intangibles y capital productivo en dos categorías -los activos intangibles representan el *goodwill* y otros activos intangibles consistentes en patentes, marcas registradas, derechos de autor y marcas, mientras que el capital productivo es considerado consistente en efectivo y activos

¹⁴ Los datos de la industria están calculados con un promedio de ponderación, usando el porcentaje de activos de la industria como el ponderador. De esta manera, las diferencias en el tamaño de la empresa fueron tomados en cuenta.

físicos.¹⁵ Se usan esas tres categorías (Cuadro 2) para mostrar el cambio en la estructura de activos en la industria farmacéutica.

Cuadro 2				
Activos Intangibles y Capital Productivo				
Año	Activos Intangibles/Capital Productivo	Goodwill/Activos Físicos	Activos Intangibles No-Goodwill/Activos Físicos Netos	Activos Tangibles Netos (dólares de 2002)
2002	0.73	0.64	0.47	\$10,015.31
2003	1.64	0.86	1.09	\$8,106.77
2004	1.46	0.88	0.92	\$10,151.68
2005	1.33	0.87	0.86	\$11,689.77
2006	1.54	0.98	0.91	\$11,302.76
2007	1.43	1.04	0.91	\$10,106.69
2008	1.36	1.09	0.86	\$8,786.29
2009	2.40	1.34	1.90	-\$1,535.93
2010	2.47	1.52	1.86	\$1,535.93
2011	2.30	1.75	1.96	\$1,743.80
2012	2.24	1.88	2.26	\$2,317.48
2013	2.99	2.10	2.66	\$2,605.55
2014	2.70	2.17	2.38	\$4,181.75

Fuente: Wharton Research Data Services, 2016.

La primera tasa muestra la relación entre activos intangibles y capital productivo. Como se discutió antes, el rasgo clave del CCF y de las CT es la elevada importancia de los activos intangibles comprada con el capital productivo. Este es claramente el caso de la industria farmacéutica. Entre 2002 y 2014, la tasa de activos intangibles al capital productivo aumentó el 265%, de .74 a 2.70. Cuando se desagregan los activos intangibles dentro de sus respectivas categorías, la película se vuelve incluso más clara. La tasa de *goodwill* a activos físicos netos aumentó 239% (de .64 a 2.17) mientras que la tasa de activos intangibles sin *goodwill*

¹⁵ Los activos físicos netos no deben ser confundidos con los activos netos tangibles. Los activos físicos tangibles consideran la propiedad, plantas y equipo menos depreciación, mientras que los activos tangibles netos comprenden el total de activos, menos el total de pasivos y el total de activos intangibles.

aumentó un enorme 406% (de .47 a 2.38). La implicación de este dramático cambio debe ser clara: las empresas farmacéuticas están derivando su valor principalmente de los activos que generan rentas y los derechos de propiedad más que su habilidad de producir productos útiles.

Las cifras de activos netos intangibles sostienen la visión de que se han vuelto el rasgo dominante del balance de las empresas farmacéuticas. Desde 2002 a 2014, la industria redujo sus activos netos tangibles de cerca de 10 mmdd a aproximadamente 4 mmdd, pero esto por sí mismo no cuenta toda la historia. De 2005 a 2008, los activos netos tangibles colapsaron como resultado de la Gran Recesión, de 11.6 mmdd a menos 1.5 mmdd. Un resultado negativo en los activos netos intangibles, como el de 2008, implica que la industria solamente fue solvente debido a los activos intangibles. A su vez, los activos tangibles netos se han vuelto positivos desde entonces, aunque están lejos de lo niveles pre-crisis, y cayeron de 2013 a 2014.

Cuando los datos se combinan con la tasa de ganancia, el proceso de financiarización se vuelve claro. Recordemos que la financiarización se refiere al proceso en el cual las ganancias crecen a través de medios financieros e intangibles, en oposición a la producción y ventas. Con relación a la creciente intangibilidad de la industria farmacéutica, debemos esperar ver pocos cambios en las tasas de ganancias resultantes. Esto es ciertamente lo que se ha visto, como se mostró (Cuadro 3). Los rendimientos sobre los ingresos o ganancias generadas de las ventas, han aumentado ligeramente durante el periodo, lo que se debe probablemente a un aumento en el precio de los medicamentos farmacéuticos. Los rendimientos sobre activos o ganancias generadas de las empresas de activos, descienden ligeramente, pero en el conjunto permanecen relativamente sin cambio. Esto implica que los activos intangibles son tan buenos para generar ganancias como el capital

físico. El resultado más importante para el CCF son rendimientos sobre acciones y ganancias por acción, que cuentan la misma historia. El ROE fue bastante volátil, pero de conjunto permaneció entre 17% y 21%. El EPS, sin embargo, aumentó de manera constante de 1.58 dólares a 2.82 dólares, o 78% en ese periodo de tiempo. También vale la pena mencionar que los dos años en los que los activos tangibles tuvieron pérdidas, 2008 y 2009, hubo un pico en el EPS del 88%, de 1.46 dólares en 2007 a 2.75 dólares en 2009, reflejando la importancia de los activos intangibles en generar rendimientos para los accionistas.

Cuadro 3				
Ganancias de la Industria Farmacéutica Estadounidense				
Año	Rendimientos sobre Ingresos (%)	Rendimientos sobre Activos (%)	Rendimientos sobre Acciones (%)	Ganancias por Acción (dólares del 2002)
2002	12.02	13.86	27.39	\$1.58
2003	8.14	11.17	17.27	\$1.25
2004	9.68	17.52	18.96	\$1.65
2005	10.05	17.39	18.57	\$1.70
2006	11.14	21.66	20.55	\$1.94
2007	7.73	12.57	14.54	\$1.46
2008	10.16	17.58	20.55	\$1.96
2009	10.26	25.26	20.98	\$2.75
2010	7.29	14.35	15.01	\$1.88
2011	7.57	15.65	16.66	\$1.99
2012	7.82	18.07	17.07	\$2.20
2013	8.74	22.59	17.90	\$2.38
2014	9.70	20.71	24.16	\$2.82

Fuente: Wharton Research Data Services, 2016.

Conclusiones

Aquí se examinó la manera en la que la industria farmacéutica estadounidense se ha vuelto crecientemente financiarizada a través de su dependencia sobre activos intangibles como la base de su valuación. En línea con el trabajo previo de Veblen y Minsky, este proceso es parte de la transición hacia un régimen de CCF, en el cual la atención fundamental de la actividad de la empresa, y la actividad económica en general, es el incremento de la valuación de las empresas de negocios en calidad de CT. En un mundo financiarizado, entonces, la actividad productiva se ha vuelto secundaria a la financiera, y el énfasis de las empresas dominantes se ha vuelto sobre el valor de *extracción* como opuesto al valor de *creación*.

Como se ha observado en la industria farmacéutica, las empresas de esa industria toman una posición intangible, por la creciente tasa de activos intangibles en relación al capital productivo y efectivo. De esta manera, tales empresas están confiando en los activos generadores de rentas para mantener su tasa de ganancia, en oposición a sus capacidades productivas. Esto ha tenido importantes desventajas para la economía estadounidense, ya que la innovación farmacéutica ha estado careciendo de resultados (Lazonick, 2016). Además, la dependencia sobre el monopolio de los derechos de patentes ha sido una de las causas claves para el alto precio en la industria, pero la ausencia de innovación en medicamentos implica que los rendimientos están siendo usados en medios no productivos. Así, Lazonick (2014) encontró, como muchos de esos rendimientos están siendo distribuidos a los accionistas a través de la recompra de acciones -Pfizer, por ejemplo, gastó 59 mdd en la recompra de acciones entre 2002 y 2013, que suma el 71% de su ingreso neto.

Aunque mucha de la investigación y políticas se ha concentrado en los altos precios de la industria farmacéutica, menos atención ha sido puesta sobre los efectos en la hoja de balance de los activos intangibles y la disminuida importancia de la actividad productiva en un mundo financierizado. La futura investigación y políticas en la industria farmacéutica, entonces, deben enfatizar los efectos de los activos intangibles. Más generalmente, los temas de la financierización han sido conectados con muchos problemas en la superficie de la economía estadounidense, como los altos niveles de desigualdad del ingreso e inestabilidad económica. Aunque esos temas son importantes y deben tratarse, abordarlos requiere llegar a las causas de raíz.

Referencias

- Accounting Principles Board. “Intangible Assets.” *Accounting Principles Board Opinion No. 17*. Nueva York: American Institute of Certified Public Accountants, Agosto, 1970.
- Acs, Zoltan J., Pontus Braunerhjelm, David B. Audretsch, & Bo Carlsson. “The Knowledge Spillover Theory of Entrepreneurship.” *Small Business Economics* 32, 1 (2009): 15-30.
- Atkinson, Glen & Stephen P. Paschall. *Law and Economics from an Evolutionary Perspective*. Northampton, MA: Edward Elgar, 2016.
- Ayres, Clarence E. “The Role of Technology in Economic Theory.” *The American Economic Review* 43, 2 (1952): 279-287.
- Baumol, William J. “Entrepreneurship: Productive, Unproductive, and Destructive.” *Journal of Political Economy* 98, 5 (1990): 893-921.
- Berle, Adolf A. & Gardner C. Means. *The Modern Corporation and Private Property*. New Brunswick, NJ: Transaction Publishers, [1932] 2009.
- Black, William K. *The Best Way to Rob a Bank is to Own One*. Austin, TX: University of Austin Press, 2005.

- Chandler, Alfred D. *The Visible Hand: The Managerial Revolution in the History of the Industrial Enterprise*. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1977.
- _____. *Scale and Scope: The Dynamics of Industrial Capitalism*. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1990.
- _____. *Shaping the Industrial Century: The Remarkable Story of the Evolution of the Modern Chemical and Pharmaceutical Industries*. Cambridge, MA: Harvard University Press, 2005.
- Coase, Ronald H. “The Nature of the Firm.” *Economica* 4, 16 (1937): 386-405.
- Commons, John R. *Legal Foundations of Capitalism*. New Brunswick, NJ: Transaction Publishers, [1924] 2007.
- _____. “Institutional Economics.” *The American Economic Review* 26, 1 (1936): 237-249.
- _____. *Institutional Economics: Its Place in Political Economy*. New Brunswick, NJ: Transaction Publishers, [1934] 2009.
- Davis, Leila E. “Identifying the ‘Financialization’ of the nonfinancial corporation in the U.S. Economy: A Decomposition of Firm-Level Balance Sheets.” *Journal of Post Keynesian Economics* 39, 1 (2016): 115-141.
- Dean, Erik N. *Toward a Heterodox Theory of the Business Enterprise: The Going Concern Model and the US Computer Industry*. Ph.D. diss. University of Missouri – Kansas City, Kansas City, 2013.
- _____. “The Non-Practicing Enterprise: A Schema for Theorizing Business Enterprise Under Money Manager Capitalism.” *Binzagr Institute for Sustainable Prosperity Working Paper No. 111*, 2015. Disponible en: <http://www.binzagr-institute.org/working-paper-no-111/>.
- Downward, Paul. “A Realist Appraisal of Post-Keynesian Pricing Theory.” *Cambridge Journal of Economics* 24, 2 (2000): 211-224.

- Eichner, Alfred. “A Theory of the Determination of the Mark-up Under Oligopoly.” *The Economic Journal* 83, 332 (1973): 1184-1200.
- Eichner, Alfred & Eduardo M. Ochoa. “The Structure of Industrial Prices.” *Review of Radical Political Economy* 20, 2&3 (1988): 114-126.
- Ellis, Jack. “Study Reveals Most Active Borrowers in US Patent-Backed Finance.” *Iam Media*, septiembre 2015. Consultado en: <http://www.iam-media.com/Blog/Detail.aspx?g=903ced39-1ddb-40ec-8688-af0458629e2d>
- Fama, Eugene F. & Michael C. Jensen. “Separation of Ownership and Control.” *Journal of Law and Economics* 26, 2 (1983): 301-325.
- Financial Accounting Standards Board. “Goodwill and Other Intangible Assets.” *Summary of Statement No. 142*. Norwalk: American Institute of Certified Public Accountants, 2001.
- Gagnon, Marc-Andre. *The Nature of Capital in the Knowledge-Based Economy: The Case of the Global Pharmaceutical Industry*. Ph.D. diss, York University, Toronto, 2009.
- Galbraith, John K. *The New Industrial State*. Boston, MA: Houghton Mifflin Company, 1967.
- Gaughen, Patrick A. *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. Nueva York, NY: Wiley, 1996.
- Gennaioli, Nicola, Andrei Schleifer, & Robert W. Vishny. “A Model of Shadow Banking.” *The Journal of Finance* 68, 4 (2013): 1331-1363.
- Hacker, Jacob S. & Paul Pierson. *Winner-Take-All Politics: How Washington Made the Rich Richer and Turned its Back on the Middle Class*. Nueva York, NY: Simon & Schuster, 2010.
- Hake, Eric R. “Financial Illusion: Accounting for Profits in an Enron World.” *Journal of Economic Issues* 39, 3 (2005): 595-611.
- _____ . “Capital and the Modern Corporation.” En *Thorstein Veblen and the Revival of Free Market Capitalism*, editado por J.T.

- Knoedler, R.E. Prasch, & D.P. Champlin, 31-68. Northampton, MA: Edward Elgar, 2007.
- Haldane, Andrew G. “The Costs of Short-Termism.” In *Rethinking Capitalism: Economics and Policy for Sustainable and Inclusive Growth*, editado por Michael Jacobs and Mariana Mazzucato, pp. 66-76. West Sussex, UK: Wiley-Blackwell, 2016.
 - Hall, Brian J. & Jeffery B. Liebman. “Are CEOs Really Paid Like Beurocrats?” *Quarterly Journal of Economics* 113, 3 (1998): 653-691.
 - Hamilton, Walton H. “Property Rights in the Market.” *Journal of legal and Political Sociology* 1, 3-4 (1943): 10-33.
 - Heller, Michael A. & Rebecca S. Eisenberg. “Can Patents Deter Innovation? The Anticommons in Biomedical Research.” *Science* 280, 5364 (1998): 698-701.
 - Herman, Edward S. *Corporate Control, Corporate Power*. Cambridge, UK: Cambridge University Press, 1981.
 - Hilferding, Rudolf. *Finance Capital: A Study of the Latest Phase of Capitalist Development*. London, UK: Rougledte & Kegan Paul, [1910] 1983.
 - Jensen, Michael C. “Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers.” *American Economic Review* 76, 2 (1986): 323-329.
 - Jo, Tae-Hee, “What if there are no Conventional Pricing Mechanisms?” *Journal of Economic Issues* 50, 2 (2016): 327-344.
 - Jo, Tae-Hee & John F. Henry, “The Business Enterprise in the Age of Money Manager Capitalism.” *Journal of Economic Issues* 49, 1 (2015): 23-46.
 - Kalecki, Michal, “A Theory of Profits.” *The Economic Journal* 52, 206/207 (1942): 258-267.
 - Keynes, John M, *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. Orlando, FL: Harcourt Brace & Company, [1936] 1964

- KPMG, “Who Cares About Goodwill Impairment? A Collection of Stakeholder Views.” Abril, 2014. Consultado en: <http://www.kpmg-institutes.com/content/dam/kpmg/ifrsinstitute/pdf/2014/impairment-qa.pdf>
- Kesselheim, Aaron S., Avorn, Jerry, & Armeet Sarpatwari, “The High Cost of Prescription Drugs in the United States.” *Journal of the American Medical Association* 316, 8 (2016): 858-871.
- Krippner, Greta R. “The Financialization of the American Economy.” *Socio-Economic Review* 3, 2 (2005): 173-208.
- Lazonick, William, “Evolution of the New Economy Business Model.” *Business and Economic History On-Line* 3 (2005). Consultado en:
<http://www.thebhc.org/publications/BEHonline/2005/lazonick.pdf>
- _____. “The Quest for Shareholder Value: Stock Repurchases in the US Economy.” *Louvian Economic Review* 74, 4 (2008): 479-540.
- _____, “The Chandlerian Corporation and the Theory of Innovative Enterprise.” *Industrial and Corporate Change* 19, 2 (2010a): 317-349.
- _____, “Innovative Business Models and Varieties of Capitalism: Financialization of the U.S. Corporation.” *Business History Review* 84, 4 (2010b): 675-702.
- _____, “Innovative Enterprise and Shareholder Value.” *Law and Financial Markets Review* 8, 1 (2014a): 52-64.
- _____, “Profits Without Prosperity.” *Harvard Business Review*, Septiembre 2014b: 46-55.
- _____, “Innovative Enterprise and the Theory of the Firm.” En *Rethinking Capitalism: Economics and Policy for Sustainable and Inclusive Growth*, editado por Michael Jacobs y Mariana Mazzucato, pp. 77-97. West Sussex, UK: Wiley-Blackwell, 2016.

- Lazonick, William & Mary O'Sullivan, "Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance." *Economy and Society* 29, 1 (2000): 13-35.
- Lee, Fred S. "Pricing, the Price Model, and Post Keynesian Price Theory." *Review of Political Economy* 8, 1 (1996): 87-99.
- _____, *Post Keynesian Price Theory*. Cambridge, UK: Cambridge University Press, 1998.
- _____, "Competition, Going Enterprise, and Economic Activity." In *Alternative Theories of Competition: Challenges to the Orthodoxy*, editado por Jamee K. Moudud, Cyrus Bina, and Patrick L. Mason, pp. 160-173. Abingdon, UK: Routledge, 2012.
- Lee, Fred S. & Gyun Gu, "Pricing and Prices." En *The Elgar Companion to Post Keynesian Economics (2nd ed.)*. editado por J.E. King, pp. 456-462. Northampton, MA: Edward Elgar, 2012.
- Lerner, Abba P. "The Concept of Monopoly and the Measurement of Monopoly Power." *The Review of Economic Studies* 1, 3 (1934): 157-175.
- Levitas, Edward & M. Ann McFayden, "Managing Liquidity in Research-Intensive Firms: Signaling Cash-Flow Effects of Patents and Alliance Activities." *Strategic Management Journal* 30, 6 (2009): 659-678.
- Lorenzetti, Laura. Here's why Turing Pharmaceuticals says 5,000% price bump is necessary, *Fortune*. Septiembre 1, 2015: <http://fortune.com/2015/09/21/turing-pharmaceuticals-martin-shkreli-response/>
- Machlup, Fritz, "Marginal Analysis and Empirical Research." *The American Economic Review* 36, 4 (1946): 519-554.
- _____, "Theories of the Firm: Marginalist, Behavioral, Managerial." *The American Economic Review* 57, 1 (1967): 1-33.
- Marx, Karl, *Capital, Volume 1: A Critical Analysis of Capitalist Production*. Nueva York, NY: International Publishers.

- McCully, Paul, “The Shadow Banking System and Hyman Minsky’s Economic Journey.” En *Insights Into the Global Financial Crisis*, editado por Rodney N. Sullivan, pp. 257-268. Charlottesville, VA: CFA Institute, 2009.
- Medlen, Craig, “Veblen’s Q – Tobin’s Q.” *Journal of Economic Issues* 37, 4 (2003): 967-986.
- Munkirs, John R. *The Transformation of American Capitalism: From Competitive Market Structures to Centralized Private Sector Planning*. Armonk, NY: M.E. Sharpe, 1985.
- Mynsky, Hyman P. *John Maynard Keynes*. Nueva York, NY: McGraw Hill, [1975] 2008.
- _____, *Stabilizing an Unstable Economy*. Nueva York, NY: McGraw Hill, [1986] 2008.
- _____, “Schumpeter: Finance and Evolution.” En *Evolving Technology and Market Structure: Studies in Schumpeterian Economics*, editado por Arnold Heertje and Mark Perlman, pp. 51-74. Ann Arbor, MI: University of Michigan Press, 1990.
- _____, “Schumpeter and Finance.” En *Market and Institutions in Economic Development: Essays in Honor of Paulo Sylos Labini*, Editado por Salvatore Biasco, Alessandro Roncaglia, and Michele Salvati, pp. 103-115. Nueva York, NY: St. Martin’s Press, 1993.
- O’Sullivan, Mary, “The Political Economy of Corporate Governance.” *Review of International Political Economy* 10, 1 (2003): 23-72.
- Papadimitriou, Dimitri B., and L. Randall Wray, “The Economic Contributions of Hyman Minsky: Varieties of Capitalism and Institutional Reform.” *Review of Political Economy* 10, 2 (1998): 199-225.
- Pozsar, Zoltan, Tobias Adrian, Adam Ashcraft, & Haley Boesky, “Shadow Banking.” *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports* no. 458, 2010. Disponible en: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr458.pdf

- Ranson, Baldwin, “The Institutionalist Theory of Capital Formation.” *Journal of Economic Issues* 21, 3 (1987): 1265-1278.
- Schumpeter, Joseph A. *The Theory of Economic Development*. New Brunswick, NJ: Transaction Publishers, [1934] 2012.
- _____, *Capitalism, Socialism, and Democracy*. Nueva York, NY: Harper Perennial, [1942] 2008.
- Serfati, Claude, “Financial Dimensions of Transnational Corporations, Global Value Chain, and Technological Innovation.” *Journal of Innovation Economics* 2, 2 (2008): 35-61.
- Veblen, Thorstein, “The Beginnings of Ownership.” En *Essays in Our Changing Order by Thorstein Veblen*, editado por Leon Ardzrooni, pp. 32-49. Nueva York, NY: The Viking Press, [1898a] 1943.
- _____, “The Instinct of Workmanship and the Irsomeness of Labor.” En *Essays in Our Changing Order by Thorstein Veblen*, editado por Leon Ardzrooni, pp. 78-96. Nueva York, NY: The Viking Press, [1898b] 1943.
- _____, *The Theory of the Leisure Class*. New York, NY: Oxford University Press, [1899] 2009.
- _____, *The Theory of Business Enterprise*. New York, NY: Charles Scribner’s Sons, 1904.
- _____, “On the Nature of Capital.” *Quarterly Journal of Economics* 22, 4 (1908a): 517-542.
- _____, “On the Nature of Capital: Investment, Intangible Assets, and the Pecuniary magnate.” *Quarterly Journal of Economics* 23, 1 (1908b): 104-136.
- _____, *The Engineers and the Price System*. Nueva York, NY: B.W. Huebsch, 1921.
- _____, *Absentee Ownership*. New Brunswick, NJ: Transaction Publishers, [1923] 2009.

- Waldman, Don E. & Elizabeth J. Jensen, *Industrial Organization: Theory and Practice* (4th ed.). Indianapolis, IN: Pearson, 2013.
- Whalen, Charles J. “Money Manager Capitalism: Still Here, but Not Quite as Expected.” *Journal of Economic Issues* 36, 2 (2002): 401-406.
- Willingham, Emily, Why did Mylan hike EpiPen prices by 400%? Because they could. *Forbes*. Agosto 21, 2016: <http://www.forbes.com/sites/emilywillingham/2016/08/21/why-did-mylan-hike-epipen-prices-400-because-they-could/#5de2bb22477a>
- Wray, L. Randall, “Veblen’s *Theory of Business Enterprise* and Keynes’s Monetary Theory of Production.” *Journal of Economic Issues* 41, 2 (2007): 617-624.
- _____, “The Rise and Fall of Money Manager Capitalism: A Minskian Approach.” *Cambridge Journal of Economics* 33, 4 (2009): 807-828.
- _____, “Minsky’s Money Manager Capitalism and the Global Financial Crisis.” *International Journal of Political Economy* 40, 2 (2011): 5-20.
- Zeff, Stephen A. “The Evolution of the Conceptual Framework for Business Enterprises in the United States.” *The Accounting Historians Journal* 26, 2 (1999): 89-131.
- _____, “The Evolution of U.S. GAAP: The Political Forces Behind Professional Standards.” *The CPA Journal* 75, 2 (2005): 18-2

Recibido 14 de Julio 2017

Aceptado 28 de Agosto 2017