

## Resumen

Desde hace tiempo, se debate periódicamente acerca de la finalidad última del gobierno de la empresa. La controversia principal gira alrededor del modelo financiero y la orientación *stakeholder*, la cual, a su vez, puede ser un fundamento sólido para la «responsabilidad social corporativa». Aquí se presentan algunos argumentos estrictamente económicos para justificar la progresiva relevancia teórica y práctica del modelo *stakeholder*, sobre todo a la vista de los cambios en el entorno empresarial actual. Se vislumbran unas firmas en régimen de multiagencia, basadas en redes de recursos críticos, con diversos participantes sujetos a riesgos específicos, atentas a internalizar efectos externos y más orientadas hacia la creación de riqueza neta total.

*Palabras clave:* gobierno de la empresa, modelo principal-agente, teoría *stakeholder*, responsabilidad social corporativa.

## Abstract

For some time now there has been periodic discussion on the ultimate purpose of corporate governance. The main controversy revolves around the financial model and the stakeholder approach, which may in turn be a sound foundation for «corporate social responsibility». Some strictly economic arguments are presented here to justify the theoretical and practical importance of the stakeholder model, especially in the light of the changes in the current business environment. Firms are envisaged on a multi-agency basis, supported by networks of critical resources, with various stakeholders subject to specific risks, concerned to internalize externalities and more geared to the creation of total net wealth.

*Key words:* corporate governance, principal-agent model, stakeholder theory, corporate social responsibility.

*JEL classification:* G34, M14.

# VALOR ACCIONARIAL Y ORIENTACIÓN *STAKEHOLDER*: BASES PARA UN NUEVO GOBIERNO CORPORATIVO

José Miguel RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ

Universidad de Valladolid

## I. INTRODUCCIÓN (\*)

**D**IARIOS de información económica, direcciones de Internet, revistas académicas y publicaciones profesionales debaten con frecuencia en torno al modelo de gobierno de la empresa (1), en especial de las grandes compañías, donde suele ser mayor la separación entre la propiedad y la dirección (el control). A la vez, aportan numerosas noticias dentro del ámbito de la responsabilidad social corporativa y la «ciudadanía empresarial».

Así, está de moda aludir a los participantes (*stakeholders*) o partes interesadas en la buena marcha de la compañía y, consiguientemente, en paralelo, se habla de un esquema de empresa pluralista, comunitario o estratégico, el cual: a) toma como guía la creación de riqueza neta total para el conjunto de las diversas partes o grupos que de alguna forma invierten en la empresa y/o son afectados por ella (accionistas, acreedores, clientes, directivos, empleados, proveedores,...); b) articula ciertas formas de participación en la dirección y gestión de la compañía («voz»), al menos para los principales *stakeholders*. Los más atentos a la economía política de las corporaciones y su función social no dudan en utilizar incluso la expresión «democracia *stakeholder*», presentándola, tal vez con cierta desmesura, como una tercera vía entre las dos tradicionales para

organizar la propiedad de los medios de producción y los sistemas económicos.

Sin embargo, en la práctica, detrás de la proliferación de la palabra *stakeholder* se sitúan enfoques algo diversos en torno a los fundamentos de dicha orientación de las compañías, así como a su organización y consecuencias prácticas. Además, el modelo financiero, o «principal-agente», goza de muy buena salud, como lo evidencia que algunos den por cierto su triunfo definitivo, es decir, crean que se ha alcanzado el «fin de la historia» también en el ámbito del gobierno de la empresa (Hansmann y Kraakman, 2001). Por ello, siguen abundando quienes consideran que el eje central del gobierno de las corporaciones se sitúa en el control de los problemas de agencia entre accionistas (principales) y directivos (agentes) y aportan razones en contra de la citada visión pluralista. Estiman que la única responsabilidad social de la empresa es generar beneficios con el fin de crear valor para los accionistas y «maximizar» el precio en Bolsa de sus títulos. El énfasis en esos problemas de agencia enlaza con el parecer de Adam Smith al referirse a la administración de las compañías por acciones:

Como los Directores de semejantes Compañías no manejan más que el fondo ageno sin tener parte inmediata en sus intereses, no es regular prometerse el que pongan en

su negociación la vigilancia que cualquiera Miembro de una Compañía que vela sobre su caudal propio [...]. No puede menos de prevalecer por ello la negligencia y la profusión en el manejo de los negocios de tales Compañías (Smith, 1794, tomo IV: 86) (2).

El largo debate entre ambos modelos de organización empresarial continúa, pues, abierto y muy vivo. Las páginas que siguen van a intentar ofrecer un examen de los argumentos que se manejan en la controversia. En lo fundamental, se hablará sólo desde el análisis económico, aunque a veces «deconstruyendo» los razonamientos, en el sentido de Jacques Derrida, para conocer mejor los materiales de la edificación lógica, cómo se ensamblan los elementos y cuáles son sus pilares menos evidentes.

En último término, se percibirá que, en nuestros días, la puesta en duda del modelo financiero, y el consiguiente atractivo del enfoque *stakeholder*, tienen mucho que ver con:

a) La relevancia de los contratos implícitos, la confianza y la reputación dentro de las actuales economías, en un entorno en que el «capital social» o relacional de las compañías ayuda a mantener su competitividad y es preciso adoptar una visión «multiagencia», más amplia que la simple conexión accionistas-directivos.

b) La importante función que tienen las inversiones específicas (3), los activos coespecializados y las redes de conocimientos, elementos fundamentales para fomentar la innovación, respecto a los cuales la nueva (o «moderna») teoría de los derechos de propiedad y el enfoque cognitivo de la organización nos han abierto otras perspectivas.

c) El hecho de que, en función de lo anterior, parece vislumbrarse una manera distinta de apreciar quiénes soportan riesgos residuales (específicos) y, por tanto, están probablemente legitimados para participar de algún modo en el control de la dirección y la gestión de la empresa.

d) La existencia de «externalidades» (efectos externos o sobre terceros) que las corporaciones han de acostumbrarse a «internalizar» —interiorizar o tener en cuenta— en sus cálculos, según nos enseña la economía del bienestar, dentro de un contexto en el cual ha de valorarse la sostenibilidad en el uso de los recursos disponibles y no parece creíble la existencia de un «orden espontáneo» conducente al bienestar óptimo.

Todo ello permite deducir los fundamentos económicos de la tan mencionada responsabilidad social de las empresas, en cuanto organizaciones de las que habría de esperarse una preocupación básica: crear valor para el conjunto de sus «partes interesadas», en términos financieros, no financieros y a lo largo del tiempo, fomentando el diálogo con los *stakeholders* y asegurando su participación en las decisiones importantes. Esta afirmación tiene una triple vertiente. Sin duda, quiere decir que no sólo son relevantes los resultados económicos, sino también los sociales y medioambientales. Pero además implica que, junto con el capital tangible y los recursos financieros, también debe preservarse el capital organizacional, basado en activos intangibles, que determina la competitividad a largo plazo, a la vez que ha de protegerse el capital natural o medioambiental transmisible a las generaciones futuras. Y, por último, significa no identificar la responsabilidad social de las compa-

ñías con la mera «acción social empresarial», de carácter voluntario, altruista y externo, ni con la «filantropía estratégica» o el *marketing* social corporativo.

El presente artículo está organizado así. De entrada, se perfilarán los antecedentes históricos del debate al que se viene aludiendo, junto con los diferentes modelos de gobierno de la empresa habitualmente analizados en la literatura especializada. A continuación, nos centraremos en el estudio de los dos modelos fundamentales ya mencionados, el financiero y el pluralista, tras esbozar, como marco de referencia general, los principales rasgos del nuevo entorno económico y empresarial. De modo sucesivo, se discutirá desde diferentes ángulos la lógica económica de cada uno de esos modelos: naturaleza de la empresa y función del capital relacional; consecuencias de tener en cuenta la importancia de las inversiones específicas y las redes de conocimientos; el problema de la asignación de los derechos residuales de control, y la relación entre modelos de gobierno de la empresa y bienestar general. Algunas consideraciones finales pondrán término a estas páginas.

## II. EL GOBIERNO DE LA EMPRESA: ANTECEDENTES Y PERSPECTIVAS

Parece que ha de atribuirse a Eells (1960: 108) la autoría de la expresión «gobierno de la empresa» (*corporate governance*), entendido como «la estructura y funcionamiento del sistema político [*polity*] corporativo». Dentro de su perspectiva, diversos grupos de partícipes contribuyen con sus aportaciones a la buena marcha de la empresa y constituyen a la vez «partes acreedoras» (*claimants*), es decir, lo que ahora de-

nominamos partes interesadas o *stakeholders*. En dicho marco, el propósito de las compañías se orienta simultáneamente hacia la rentabilidad a largo plazo y la completa toma en consideración de sus compromisos con la sociedad.

Desde ese prisma, cabe entender el gobierno de las compañías en un sentido muy amplio. En concreto, como conjunto de estructuras, reglas y procedimientos institucionales que determinan el ejercicio del poder de control, los incentivos de los diversos participantes (accionistas, directivos, empleados, acreedores, clientes, proveedores, etc.), la realización de inversiones y la distribución de riesgos, así como la generación y el posterior reparto del excedente logrado por la firma.

No obstante, pese a la clara visión dentro de la que Eells inserta su referencia al gobierno corporativo, la puesta en circulación del nuevo término se vio bastante pronto condicionada por el resurgir de las tesis liberales en el campo de la economía y los negocios. En consecuencia, poco más de diez años después ese concepto de gobierno empieza a ser convenientemente reinterpretado y reducido, para limitarlo a los esquemas jurídicos, instrumentos y mecanismos de actuación mediante los cuales los aportantes de capital financiero se aseguran que la dirección y gestión de la compañía se realiza en función de sus intereses (véase, entre otros, Shleifer y Vishny, 1997). A este respecto, por lo general, el énfasis pasa a recaer en garantizar que los directivos trabajen en beneficio (nunca mejor dicho) de los accionistas (Mayer, 1996).

En realidad, tras estas dos interpretaciones tan distintas del sistema político empresarial emer-

gen asuntos importantes que desde hace largo tiempo se vienen discutiendo en la literatura económica y jurídica: la naturaleza y, por ende, el objetivo general de las compañías en las economías de mercado, los intereses legítimos correspondientes, los mecanismos para encauzar esos intereses y reflejarlos en las decisiones, etcétera.

Por ejemplo, a lo largo del siglo XIX, los juristas debatieron largamente acerca de la naturaleza legal de la personalidad otorgada a las compañías por el derecho de sociedades.

De una parte, el alemán Von Jhering (1818-1892), secundado por el estadounidense Nohfeld (1879-1918), defendió la teoría de la corporación como una «ficción», creada y protegida por la ley, cuya esencia se reduce a una asociación privada entre sus accionistas, quienes agregan y unen mediante contrato sus derechos de propiedad individuales y devienen propietarios de la compañía bajo un nombre colectivo: de ahí el posible problema de agencia y la consiguiente obligación fiduciaria de los directivos para actuar en interés de los mencionados accionistas. Su posición, basada en la tradición legal romana, es una defensa del orden jurídico-liberal, la propiedad privada, los intereses individuales y la eficiencia económica.

En cambio, otro alemán, Von Gierke (1841-1921), historiador del derecho, sigue lo que se denomina «teoría orgánica»: entiende la corporación como una persona legal distinta y separada de sus accionistas o socios, expresión de un nivel intermedio de actividad económica entre el Estado y el mercado, con una existencia real y reconocida que va más allá de una mera ficción legal. La com-

pañía no es una simple agregación de los derechos de propiedad de los socios. Más bien constituye una entidad responsable de sus actuaciones y consecuencias, con derechos y obligaciones en cuanto tal, de modo que existe un interés general propio de la empresa, independiente de los intereses de sus accionistas. Unas ideas recogidas después en la teoría jurídica de la institución y la teoría institucional de la empresa, desarrolladas en Francia por los juristas Hauriou y Ripert, respectivamente, donde niega a los directivos y administradores la función de agentes de los accionistas (véase Capilla Roncero, 1993: 44-78; Mayson y otros, 1996: 142-143; Aglietta y Rebérioux, 2004: 65-66).

En los comienzos de siglo XX el contraste de posiciones siguió siendo evidente. Tras el artículo pionero de Clark (1916) acerca de la responsabilidad social de las compañías, la doctrina establecida en 1919 por el Tribunal Supremo de Michigan en el caso *Dodge vs. Ford Motor Co.* sugiere algo muy distinto: una corporación se organiza y administra fundamentalmente en beneficio de sus accionistas; los directivos sólo tienen capacidad discrecional en cuanto a la elección de los medios para alcanzar ese fin.

Y, años después, en plena digestión de la gran crisis de 1929, retorna el debate en el ámbito jurídico. Así, Dodd (1932) entendía que los derechos de propiedad y los negocios gozan de protección legal en cuanto benefician y están al servicio del conjunto de la sociedad. Defendió la importancia de las aportaciones realizadas a la empresa por los participantes —en su terminología, *constituent-cies*— distintos a los accionistas y, en consecuencia, presentó la figura de los administradores de una compañía como fiduciarios

de todos los *stakeholders*. Rebatía de este modo a su colega Berle (1931), quien era reacio, por razones prácticas, a apartarse de la visión clásica, según la cual la responsabilidad fiduciaria de los directivos de las compañías estriba en «maximizar» las rentas y cuasirentas económicas (4) de los accionistas. Berle creía que todavía no se había perfilado un esquema claro y realmente aplicable que permitiese un enfoque alternativo del gobierno de la empresa. Y esto aun cuando, hacia la misma época, en su conocido libro *The Modern Corporation and Private Property*, escrito junto con Means, admitió como imaginable que el control de las grandes compañías debiera evolucionar para quedar en manos de una tecnocracia neutral, encargada de equilibrar los derechos de las diversas partes interesadas (Berle y Means, 1932: iiiii).

Tres décadas más tarde, en los años sesenta, se reemprende la discusión. Hayek (1960) propuso centrar a las empresas en el objetivo básico de maximizar el rendimiento a largo plazo del capital confiado a los directivos por parte de los accionistas, para evitar los probables efectos indeseables derivados de «la moda» de guiarse por consideraciones sociales. En una línea similar, Friedman (1962) intentó zanjar cualquier debate asegurando que la única responsabilidad social de las compañías es incrementar sus beneficios, dentro del respeto al marco legal y a la ética de la competencia leal. La lógica del modelo de empresa «principal-agente» que ahí subyace quedaba bien refrendada cuando, en paralelo, Rostow (1959) y Manne (1964) presentaban el mercado de control corporativo y sus ofertas públicas de adquisición como un instrumento útil para conseguir orientar a las empresas hacia tal dirección. Frente a ellos, tras la reflexión de Bowen (1953) en torno

a las responsabilidades de los directivos más allá de los estrechos intereses de los accionistas, Galbraith (1967) presentó a las corporaciones modernas en manos de una *tecnocultura* cuyos objetivos son múltiples y complejos. Y, precisamente por el poder de mercado de esas corporaciones y su impacto social, se requiere una Administración pública y unas organizaciones sociales que actúen como un «poder compensador» (Galbraith, 1952).

Pues bien, durante la segunda mitad de la década de los noventa ha vuelto a emerger la polémica, esta vez como reacción frente a una literatura teórica y unas prácticas empresariales que, a lo largo de los últimos veinticinco años, han insistido en la creación de valor para el accionista como referencia única y última de la actividad mercantil. Y es que, por un lado, aprovechándose de enfoques en buena medida derivados de la nueva economía institucional (5), en los últimos tiempos el modelo financiero de empresa ha sido ampliamente propagado por académicos, consultores, auditores, grupos de presión, etc., defendiéndolo incluso como un objetivo normativo imprescindible para fomentar el bienestar del conjunto de la sociedad (Jensen, 2001). Sin embargo, por otra parte, las debacles de Enron, WorldCom y Parmalat —más sus derivaciones vía el caso Andersen—, con sus prácticas de «contabilidad creativa» y «gestión de las ganancias», han reintroducido las dudas acerca de ese enfoque «principal-agente» y la eficacia de los muchos códigos convencionales de buen gobierno corporativo recomendados insistentemente durante los pasados años.

Existen ocasiones en que la literatura especializada alude a otros modelos de empresa. En este

sentido, con cierta frecuencia se habla también del esquema político y el enfoque de la actuación leal (*stewardship*), como señalan Hawley y Williams (1996). Sin embargo, el primero no se sale del marco del modelo financiero. Simplemente insiste en que, además de aprovechar la vigilancia por parte de los mercados de capitales, también podrían emplearse «vías políticas» —activismo de los accionistas, coordinación entre ellos, democratización de las asambleas generales de las compañías, etc.— para lograr que los directivos trabajen al servicio de los accionistas. El segundo enfoque mencionado también responde al análisis principal-agente. Eso sí, considera que los directivos se orientan por sus deseos de autorrealización y responsabilidad profesional. Por tanto, cooperan lealmente, pese a sus posibles intereses particulares, para alcanzar la maximización de la riqueza de los accionistas. Son buenos y diligentes «mayordomos» al servicio de sus «señores».

Desde un ángulo diferente, Keasey y otros (1997) aluden a un modelo de mercado miope y al paradigma de abuso del poder ejecutivo. No obstante, de hecho, tampoco el énfasis en la miopía del mercado nos sitúa fuera del esquema principal-agente. Tan sólo viene a resaltar que existen dudas acerca del grado concreto de eficiencia de los mercados de capitales a la hora de valorar las acciones. Su posible miopía puede conducir a infravalorar sistemáticamente los rendimientos esperados de las inversiones a largo plazo en capital fijo, I+D+i (investigación, desarrollo e innovación), formación, etcétera. En consecuencia, cabe que los directivos de las compañías se guíen sólo por el precio de la acción en cada momento y sus reacciones previsibles a corto término, olvidando la creación de valor a largo plazo para los accionistas.

Por su parte, el modelo de abuso del poder ejecutivo comparte la base de la perspectiva *stakeholder*: la empresa ha de administrarse de acuerdo con los intereses del conjunto de los partícipes. Ahora bien, se caracteriza por subrayar que un poder excesivo en manos de los directivos puede ser utilizado por éstos para poner la firma al servicio de sus exclusivos intereses, aprovechando la ausencia de un control efectivo sobre ellos y la dificultad para evaluar la justificación global de sus decisiones.

Se observa, pues, que cabe centrar el núcleo del análisis en los dos arquetipos corporativos a los que se viene aludiendo desde páginas atrás. A continuación, se presentan los principales elementos que perfilan cada uno de ellos, junto con sus respectivos argumentos económicos. Es cierto que no falta quien intenta combinar los dos enfoques, hablando así del modelo financiero «matizado» o «ilustrado» o, lo que es lo mismo, la orientación *stakeholder* «matizada» o «ilustrada» (*enlightened*). Sin embargo, conviene advertir que en realidad no se abandona el modelo financiero. Se dice adoptar la teoría *stakeholder*, pero es sólo desde una perspectiva puramente instrumental: los accionistas conservan su soberanía absoluta, si bien tienen presentes las demandas de las demás partes interesadas en cuanto son medios para alcanzar un mayor valor a largo plazo para los propios accionistas (Phillips y otros, 2003; Rodríguez Fernández, 2003: 86-88).

### III. LA VISIÓN FINANCIERA Y LA PERSPECTIVA STAKEHOLDER: PUNTOS DE DEBATE

El modelo financiero, o «principal-agente», se corresponde con

la visión estándar de la firma como nexo contractual, dentro del cual los accionistas ejercen la primacía, tienen derecho a controlar en exclusiva el Consejo de Administración y supervisan las acciones de la dirección para lograr que la compañía no se desvíe del objetivo general de crear valor para ellos. Esto lleva implícita la búsqueda continua de un beneficio extraordinario o puro, es decir, de una «superrentabilidad», pues la mencionada creación de valor exige, finalmente, que los accionistas alcancen un rendimiento superior al coste de oportunidad o rentabilidad mínima exigida a su inversión.

En contraste, en el modelo *stakeholder* la firma se entiende como una organización que, mediante la producción de bienes y servicios, desea satisfacer las necesidades de los diferentes grupos que la integran, y de los cuales depende para su supervivencia. Cada partícipe tendrá su propio objetivo personal, pero sólo lo alcanzará a través de su compromiso con la acción colectiva realizada a través de la firma. En dichas condiciones, se considera que el objetivo económico general de esta última estriba en promover la creación y el crecimiento en el tiempo de la *riqueza neta total* para el conjunto de los partícipes, incluyendo el cómputo de los efectos externos positivos y negativos. Dicho en otras palabras, generar rentas y cuasi-rentas económicas para los diversos *stakeholders*, teniendo en cuenta precios y costes de oportunidad (6). De ahí que se intente facilitar algunas vías para la intervención de, al menos, los principales partícipes en la dirección y gestión de la compañía, a la vez que han de equilibrarse todos los intereses involucrados en la firma —como en una coalición o cámara de compensación—, aun admitiendo que dichos intereses, a

veces, pueden ser contrapuestos. Esto último es reflejo de una dinámica general de la vida económica, caracterizada por la presencia simultánea del conflicto y de la cooperación entre los actores sociales. Se trata de una situación en que es aplicable la idea de un «juego cooperativo con negociación» (Sacconi, 2004).

Hasta aquí, grosso modo, los perfiles generales de ambos enfoques del gobierno corporativo. Ahora hemos de preguntarnos cuáles son los postulados esenciales y los planteamientos económicos adoptados en cada uno. Como respuesta, puede ser útil el resumen recogido en el cuadro número 1, el cual nos guiará en lo que sigue. Un comentario más amplio de todo ello se ofrece en Rodríguez Fernández (2003), donde además se presenta una breve justificación de la teoría *stakeholder* con diversos argumentos éticos (a este respecto, véase también Phillips y otros, 2003).

### IV. EL NUEVO MARCO ECONÓMICO

Para entender mejor el debate actual entre uno y otro modelo de empresa, resulta obligado recordar en pocas líneas los cambios fundamentales que hoy caracterizan el entorno económico (Rodríguez Fernández, 2003: 45-50; Asher y otros, 2004).

Primero, la combinación de desregulación, avances en las telecomunicaciones y globalización ha mejorado la posición de los consumidores. Es el resultado de un acceso rápido y fácil a gran variedad de fuentes de información y a multitud de suministradores de bienes y servicios. La reputación, la imagen y la identidad empresarial refuerzan su importancia a medida que la relación precio-calidad-

CUADRO N.º 1

COMPARACIÓN ENTRE LOS DOS PRINCIPALES MODELOS DE GOBIERNO DE LA EMPRESA

<i>Elemento teórico</i>	<i>Modelo financiero o accionarial</i>	<i>Modelo pluralista o stakeholder</i>
Propiedad y mercados	Instituciones naturales	Construcciones sociales
Naturaleza de la empresa	Ficción legal	Coalición de intereses
Contratos	Sobre todo explícitos	Explícitos e implícitos
Comportamiento personal	Oportunista y doloso	Valora confianza y coopera
Inversiones específicas	Accionistas	Diversos partícipes
Importancia de los recursos	Sólo instrumentos	Críticos para sobrevivir
Partícipes sujetos a riesgos	Accionistas	Diversos partícipes
Clave del gobierno corporativo	Problema de agencia	Compromiso de los partícipes
Objetivo de la empresa	Crear valor para los accionistas	Crear riqueza neta total
Función de los directivos	Agentes de los accionistas	Fiduciarios de los partícipes
Funcionamiento del mercado	Sin efectos externos apreciables	Efectos externos relevantes
Criterio para asignar recursos	Eficiencia	Eficiencia y equidad

prestaciones de los productos llega a ser más difícil de evaluar y diferenciar en el actual marco.

Además, ha aumentado el poder y la influencia de las grandes compañías, a la par que ha perdido peso el sector público en la economía. Los ciudadanos, preocupados por la falta de cohesión social, vuelven sus ojos hacia esas empresas y les exigen responsabilidad y transparencia. Por tanto, la dirección estratégica corporativa percibe la necesidad de generar confianza y legitimarse ante la sociedad, a la vez que afronta complejos problemas de distribución de rentas y cuasi-rentas económicas entre los diversos *stakeholders*.

En tercer lugar, los activos físicos han llegado a ser menos específicos para las organizaciones y, en consecuencia, ya no constituyen las fuentes principales de rentas y cuasi-rentas económicas, como solían serlo. Han contribuido a ello la reducción de los costes de comunicación y el mejor funcionamiento de los mercados de capitales. Pasan a ser más relevantes que nunca los activos intangibles y las inversiones específicas realizadas en ellos. Se da la circunstancia de que unos activos

físicos menos específicos conducen a apostar por una dirección y gestión empresarial más sometida a la valoración «objetiva» del mercado de capitales, pero unos activos intangibles más específicos parecen exigir dar mayor cabida a la «proximidad», esto es, a la supervisión derivada de una activa participación de determinados *stakeholders* no financieros en las grandes decisiones (Boot y otros, 2005; Osterloh y Frey, 2005).

Por otro lado, en un mundo globalizado, aumenta la competencia y se refuerza la necesidad de innovar los procesos de producción y mejorar la calidad de los bienes y servicios. Esto exige empleados con talento, un saber que se comparte y multiplica. Las redes de información pasan a ser elemento clave para la competitividad. Es la empresa «desmaterializada». En vez de grandes conglomerados corporativos, emergen organizaciones de no muy elevado tamaño, en las cuales la preocupación clave comienza a ser cómo facilitar y potenciar el trabajo de profesionales altamente capacitados, los cuales a su vez mantienen relaciones cruciales y continuas con otras organizaciones similares.

Por último, la mayor competencia en los mercados de bienes intermedios ha animado la reducción del grado de integración vertical de las compañías: se renuncia al control directo de los proveedores, sustituyéndolo por formas menos rígidas de colaboración. La gestión de relaciones adquiere gran relevancia. Se desdibujan las fronteras entre las firmas a medida que emergen organizaciones en red con largas cadenas de suministradores, alianzas estratégicas, etc. En cierto modo, las empresas no tienen ya una «estructura localizada», pues trabajan conjuntamente y en interacción con otras, dentro de un marco de colaboraciones donde la confianza es un elemento relevante.

Estas mutaciones en el entorno económico de las firmas plantean serios interrogantes para su gobierno y afectan a elementos clave del mismo: incentivos para realizar inversiones específicas, sistemas de cálculo del valor *total/neto* creado, mecanismos de reparto de riesgos y resultados, estructuras para articular la participación de los diferentes «grupos interesados» e instrumentos institucionales para orientar el comportamiento de los directivos y establecer sus retribuciones.

## V. LA EMPRESA Y SU CAPITAL RELACIONAL

Como se pondrá de manifiesto en varias ocasiones a lo largo de estas páginas, de hecho las bases del modelo «principal-agente» derivan de la filosofía del individualismo posesivo y propietario articulada por el inglés Locke y el escocés Hume durante los siglos XVII y XVIII. Los seres humanos, libres, autónomos, movidos por su propio interés hedonista y repletos de necesidades y demandas, se enfrentan a un mundo de penurias, de limitaciones naturales. Esta situación requiere sacrificio y disciplina (no malgastar), lo que, a su vez, exige la capacidad para apropiarse de los bienes y sitúa en primer término la preocupación por la eficiencia (relación resultado-esfuerzo).

En tal marco, la asignación de los recursos escasos del conjunto de la sociedad exige la definición y atribución de los derechos de propiedad para utilizar esos recursos (Demsetz, 1967). Es la propiedad privada como dato o «situación de la naturaleza», protegida por un derecho sagrado, inviolable e imprescriptible, del mismo carácter e importancia que la libertad. Las personas forman parte de la sociedad con el propósito de gozar de sus bienes en paz y seguridad, de modo que la defensa de la propiedad privada es el único fin del Gobierno o, más exactamente, del Estado (Locke, 1764, cap. II, sec. 6; cap. VII, sec. 94; cap. XI, secs. 134 y 138). A decir verdad, se considera que el Estado fue establecido para defender al rico frente al pobre (Smith, 1794, tomo IV: 40). A su vez, la delimitación de derechos introducida por la propiedad requiere del mercado en cuanto institución natural que actúa como espacio de coordinación y de reasignación de recursos, de intercambio y de apro-

piación: todo es comercializable, real o potencialmente.

Esta perspectiva de la propiedad privada y de los mercados ha sido vigorosamente rebatida, de modo que, en un enfoque *stakeholder*, habría que entender más bien que ambas son construcciones sociales. Así, Etzioni (1998) y Heilbroner (1974, caps. 2 y 3), entre otros, han señalado que no hay razones a priori para argumentar que el actual esquema de relaciones de propiedad y contratos vía mercados es más «natural» que cualquier posible alternativa, salvo que se quiera desafiar todo un cúmulo de experiencia histórica, análisis antropológico y evidencia sociológica. Con mayor razón todavía, las compañías mercantiles, como las actuales sociedades anónimas, son una construcción social que responde a los intereses y necesidades de una comunidad en una época histórica. Recuérdese que en sus momentos iniciales, y debido a su responsabilidad patrimonial limitada, la creación de las sociedades anónimas se entendía como un privilegio concedido a unos particulares por el poder público.

Organizada conforme a un esquema jerárquico, la firma del modelo financiero queda perfilada como un ente cuya esencia es una estructura contractual, un entramado de contratos que rige las relaciones entre sus miembros. En consecuencia, es sólo una ficción legal, una institución jurídica que sirve como nexo para articular las relaciones entre individuos con objetivos en conflicto (Jensen y Meckling, 1976). A estos efectos, dicho modelo financiero de empresa se detiene mucho en el análisis de los contratos «explícitos», formales, prestando menos atención a los contratos «relacionales» o implícitos, a los cuales nos referiremos más adelante. Aquí, la firma

no puede valer más que la suma de los contratos individuales que la componen (Zingales, 2000). El énfasis se sitúa en los acuerdos voluntarios y en las fuerzas del mercado, a la vez que se supone una negociación justa entre todas las partes afectadas (Boatright, 2002). De ahí la exigencia del menor intervencionismo legal o gubernamental posible, salvo para proteger los derechos de propiedad, facilitar la realización de contratos y obligar al cumplimiento de los mismos.

Los individuos son, pues, los sujetos básicos del análisis, caracterizándose por su racionalidad, en el sentido de ser coherentes en sus elecciones y moverse por el propio interés. En concreto, el comportamiento humano queda definido como «listo, calculador y maximizador». Por tanto, la motivación y los incentivos de los actores económicos resultan ser fundamentales, admitiéndose conductas oportunistas (se busca dolosamente el propio interés). Ello trae a la memoria el paradigmático planteamiento utilitarista de Bentham (1907), quien presentó al ser humano vasallo de dos señores: el placer y el sufrimiento, siendo la propiedad privada una vía para alcanzar felicidad y seguridad, en una visión donde la comunidad o sociedad se considera un ente ficticio cuyo interés es sólo la suma de los intereses de las personas individuales que la componen.

Frente a todo ello, en la perspectiva pluralista o *stakeholder*, la empresa no se considera una entidad abstracta, sino una institución social con personalidad jurídica propia, independiente de la de sus partícipes, con derechos y obligaciones en cuanto tal, al igual que las personas físicas. Es decir, se percibe la firma como una organización social en la cual, admitiendo mayor grado de ho-

lismo metodológico, los diversos grupos de *stakeholders* cooperan e interactúan desde una dimensión de relaciones múltiples y complementarias. Además, en contraposición a una pretendida igualdad en la negociación, cabe admitir que las diferencias en el valor de los derechos poseídos afectan al substrato del contrato (capacidad de esperar y no firmarlo, posibilidades de elegir otro interlocutor, oportunidades para distribuir riesgos, etcétera).

Por otro lado, incluso entendiendo la firma como un nexo de contratos, hay que caer en la cuenta de que no todos los contratos que la definen son explícitos. También existen contratos implícitos con trabajadores, clientes, proveedores, etc., que no son susceptibles de hacerse cumplir por los tribunales de justicia ni son fácilmente reproducibles e imitables, de modo que no están disponibles a voluntad. De hecho, son acuerdos informales y códigos de conducta tácitos, fundamentados en la confianza y la reputación, las pautas culturales, las convenciones sociales o los vínculos personales. Por lo general, se establecen en el marco de una relación mantenida a largo plazo, en el sentido de continuada y repetida («contratos relacionales»). En consecuencia, adquieren gran relevancia la cooperación voluntaria y las evaluaciones subjetivas del rendimiento, mientras que disminuye el peso de los resultados objetivos y los incentivos explícitos, competitivos y potentes propios del mercado.

A medida que se va reforzando la confianza entre las partes, crece la eficiencia de los contratos relacionales para gobernar transacciones, sobre todo en situaciones de alto grado de especificidad y riesgo de expolio. Es decir, la cooperación induce más cooperación,

porque se generan expectativas de reciprocidad, según se pone muchas veces de manifiesto en, por ejemplo, el interior de las organizaciones. Esto potencia la realización de nuevas inversiones específicas para la relación, en la creencia de que la contraparte no se conducirá de modo oportunista. Así se crean interdependencias, de suerte que se comparten mejor los riesgos y, en paralelo, disminuyen los costes de transacción, sobre todo en su apartado de costes de información.

Todo esto determina la creación de un «capital social o relacional», entendiendo por tal un conjunto de redes, normas y relaciones de confianza que facilitan la resolución de los dilemas de la acción colectiva. Dicho capital se forma mediante procesos acumulativos, derivados de experiencias de colaboración mutua. Favorece una mejor cooperación y coordinación en las organizaciones sociales, al potenciar los valores compartidos, la convergencia de comportamientos, la comunicación, la comprensión mutua y la reputación, en el marco de un proceso que se auto-refuerza e incrementa (véase Putnam, 1995). En el caso concreto de la empresa, su capital social está constituido por un conjunto de recursos (tangibles o virtuales) acumulado a través de las relaciones sociales externas e internas mantenidas por la organización y por sus partícipes, de suerte que facilita el logro de los objetivos de la compañía. No es una mercancía que pueda ser negociada e intercambiada en un mercado; más bien es un recurso moral, de modo que se amplía con el uso, en vez de reducirse. Crea valor por varias vías: menores costes de transacción, de entrenamiento y de ruptura de relaciones, mayor conocimiento compartido y coherencia en las acciones. En último término, el rendimiento del capital so-

cial depende positivamente de la amplitud y densidad de la red de relaciones creada y de la consiguiente generalización de la confianza (Cohen y Prusak, 2001; Pérez García, 2005: 17-41).

Se vislumbra, pues, la empresa como una combinación singular, «única», de recursos que puede valer más o menos que la suma de sus partes, según que esos contratos implícitos, la confianza y las redes sociales así articuladas, generen o destruyan valor. Estamos ante un capital social o relacional que, junto al capital humano y al capital estructural (7), constituye el núcleo del «capital organizacional» de la firma o, como también se dice, su «capital intelectual». Las características de la organización interna empresarial no pueden ser reproducidas a través de una mera amalgama de contratos formales celebrados en los mercados.

En un entorno que empieza a ser, en buena medida, «relacional», no cabe pensar en incrementar el poder o el beneficio particular debilitando a otros partícipes con los que se mantienen complementariedades y conexiones en red. La misma teoría de la agencia puede generalizarse («multiagencia») para presentar un modelo *stakeholder* de firma con contratos explícitos e implícitos entre todos los grupos de partícipes, sin limitarse sólo a la relación accionistas-directivos, típica del modelo financiero de empresa (Hill y Jones, 1992).

## VI. LAS INVERSIONES ESPECÍFICAS Y LAS REDES DE CONOCIMIENTOS EN UN MARCO DE CONTRATOS INCOMPLETOS

Precisamente por lo que precede, y en contraste con el modelo

financiero de empresa, la nueva o «moderna» teoría de los derechos de propiedad —en denominación de Asher y otros (2004), y Kim y Mahoney (2005)— ofrece otras perspectivas. Se deriva de los trabajos de Grossman y Hart (1986) y Hart y Moore (1990).

Ante todo, supone un mundo de contratos incompletos, es decir, un entramado contractual con lagunas, omisiones, cláusulas ambiguas o diseñadas grosso modo, etcétera. Esto es el resultado de un entorno complejo, altamente impredecible y con costes de transacción, donde no es fácil negociar y redactar a un coste razonable contratos que, *ex ante*, especifiquen bien todos los derechos y obligaciones de las partes ante cada una de las diversas contingencias futuras observables. En ese contexto, la atribución de la propiedad es relevante: constituye una fuente de poder y autoridad, por cuanto proporciona unos derechos residuales de control. Estos derechos se ejercen *ex post*, facilitan un margen de discrecionalidad, permiten impedir a otros el uso de un activo y facultan para tomar decisiones, incluso sobre distribución de cuasi-rentas económicas, ante sucesos no previstos en los contratos iniciales ni en la ley o la costumbre. Pues bien, Grossman, Hart y Moore sostienen que, entonces, la propiedad de los activos físicos debería atribuirse al agente económico capaz de realizar *ex ante* las inversiones en *capital humano específico* que proporcionen mayor excedente a la firma. De esta manera quedará mejor asegurado frente al riesgo de «expolio» por otros agentes (esas inversiones específicas son muy difíciles de reflejar y proteger a priori mediante contratos susceptibles de hacerlos cumplir). Es el modo de lograr la mejor alineación entre los incentivos *ex ante* para efectuar inversiones es-

pecíficas y la distribución *ex post* del excedente.

Ahora bien, cabe subrayar una observación importante: la asignación a una determinada parte de los derechos de propiedad sobre la empresa no sólo puede servir para proteger su inversión específica, sino también para «expoliar» a las demás partes que realizan inversiones específicas; o hasta para engañar a esas otras partes, sin efectuar realmente la propia inversión. Las inversiones específicas en juego pueden ser muy diversas: en formación y adiestramiento por parte del capital humano, en confianza por los clientes, en bienes de capital o tecnología por los proveedores, etcétera.

A partir de tal observación, Rajan y Zingales (1998) profundizan en el análisis y resaltan lo que cabe denominar el «lado oscuro de la propiedad». En la negociación en torno a cómo distribuir las cuasi-rentas generadas por la empresa, la posición de una parte contratante es más débil cuanto más específico para la correspondiente relación contractual resulta ser el capital del que es propietaria. Y este problema no puede resolverse en el proceso de contratación *ex ante*. Consecuentemente, cabe que esa parte reduzca sus inversiones específicas, su esfuerzo para especializarse, y, en definitiva, perjudique la competitividad de la compañía. Justo por ello, Zingales (1998, 2000) apunta que la firma requiere la contribución de muy diversos partícipes, al constituir un nexo de inversiones específicas y complementarias articulado en torno a una colección «particular» o «única» de recursos críticos mantenidos en común (activos físicos, talento, ideas) junto con las personas que tienen «acceso» a dichos recursos.

Aquí la empresa es una estructura compleja que no puede ser imitada de inmediato; y, dentro de ella, todas las partes están mutuamente especializadas. De ahí que se establezca una relación entre, por un lado, la estructura de los derechos residuales de control, que determina la distribución *ex post* del excedente logrado por la firma, y por otro, los incentivos *ex ante* necesarios para invertir con el propósito de generar dicho excedente. La supervivencia de la organización exige alcanzar unos resultados suficientes y repartirlos de forma que los diferentes *stakeholders* se vean animados a efectuar inversiones específicas para tal organización y mantenerse dentro de ese entramado de activos y personas coespecializados. En caso contrario, se realizaría a priori un nivel subóptimo de inversiones específicas, o habría a posteriori conflictos y comportamientos desleales, dada la existencia de asimetrías o desigualdades en la información, lo que perjudicaría el bienestar colectivo (Sacconi, 2004).

Por cierto, cabe deducir que este argumento económico respalda una visión del modelo pluralista en la cual se aplica una definición estricta de *stakeholders*: en concreto, se alude a los partícipes primarios, en el sentido de que efectúan inversiones específicas, asumen riesgos residuales y su colaboración es estratégicamente relevante para la supervivencia, competitividad y éxito a largo plazo de la compañía. Asunto distinto será que, por otras razones, incluyendo los efectos externos positivos o negativos comentados en un epígrafe posterior, las empresas tengan también en cuenta a otros «afectados» o «interesados» complementarios, dentro de un concepto global de la responsabilidad social corporativa (Rodríguez Fernández, 2003: 89-90).

Llegados a este punto, procede aclarar que no basta con hacer hincapié en la necesidad de reducir las pérdidas de eficiencia derivadas de los conflictos asociados con la distribución del excedente empresarial, el posible expolio o «expropiación» de unos partícipes por otros y, como consecuencia, las eventuales reticencias de los diversos partícipes a realizar inversiones específicas en provecho del conjunto de la organización. Todo esto suena todavía demasiado próximo al individualismo propietario y a los comportamientos oportunistas tan destacados en el modelo financiero de firma. Y, así, desde el enfoque cognitivo, en sentido amplio, del gobierno corporativo, se da un paso más y se pone énfasis en que la creación de valor depende sobre todo de los recursos y competencias de la empresa, concebida como un conjunto coherente concretamente orientado a generar conocimientos y alcanzar una ventaja competitiva sostenible en el tiempo.

Entonces, la firma ya no es sólo un nexo de contratos o de inversiones específicas, sino también un procesador de conocimientos, que es la base del aprendizaje organizacional, de la innovación y de la búsqueda de nuevas oportunidades de inversión. Esa colección de conocimientos tiene, en buena medida, un carácter tácito y social, lo cual la convierte en difícil de imitar y exige preocuparse por su protección. Eso sí, es obligado subrayar que el conocimiento es algo más que reunir informaciones: exige su tratamiento e interpretación, e incluso unos modelos de evaluación, lo que añade una dimensión política a la firma. El enfoque adoptado pasa desde una eficiencia estática a una eficiencia adaptativa y dinámica, poniendo el acento en la creación sostenible de valor para todos los interesados.

Estamos ante unas empresas que constituyen conjuntos de competencias esenciales y activos específicos y complementarios, en las cuales la coordinación hay que verla en el contexto de los procesos de innovación, y donde las inversiones específicas cabe entenderlas en cuanto resultantes de procesos de aprendizaje de las organizaciones (Charreaux, 2004). Esto obliga a redefinir el gobierno corporativo para ajustarlo a un modelo de «producción en equipo» que tenga presente la función esencial del conocimiento y la noción de las capacidades organizacionales, dado el nuevo entorno económico en que se mueven las compañías (McInerney, 2004). Las «empresas basadas en los recursos» parecen requerir en mayor grado un gobierno «interno» controlado desde la organización.

## VII. LA ASIGNACIÓN DE LOS DERECHOS RESIDUALES DE CONTROL

Dado que, dentro del modelo financiero, se habla de la firma como «ficción legal» y nexo de contratos, no falta quien sugiere que, en sentido estricto, sólo las partes contratantes tendrán objetivos propios (e individuales), pero no así la empresa en cuanto tal, como organización. De hecho, en rigurosos términos legales, los activos tangibles e intangibles que constituyen el negocio ni siquiera son propiedad de los accionistas, al menos directamente, sino que pertenecen a la compañía en cuanto persona jurídica. En realidad, los accionistas sólo son propietarios de sus títulos-valores.

Sin embargo, lo cierto es que en ese modelo se razona detalladamente por qué asignar al capital la propiedad efectiva de la compañía, el derecho a percibir el excedente o renta residual y la

facultad de vender su participación en la firma. Por de pronto, se supone un mundo de contratos por lo general completos: sólo los accionistas no tienen perfectamente especificadas *ex ante* las compensaciones que recibirán en todas y cada una de las diversas contingencias futuras observables. El hecho de que esos tenedores de acciones no gocen a priori de una plena protección contractual está relacionado con su ventaja comparativa en cuanto a la diversificación del riesgo que asumen; en paralelo, constituye la razón por la cual tienen asignado el control en última instancia de la empresa y reciben el excedente residual *ex post*.

Más en detalle, dos son los principales argumentos sugeridos para justificar tal control a favor de los accionistas: a) porque financian la compra de los bienes de capital, pagan retribuciones fijas al resto de los partícipes y corren los mayores riesgos de ser perjudicados en su excedente residual (beneficio) a través de conductas oportunistas y despilfarradoras por parte esos otros *stakeholders*; b) por cuanto, como aportantes de fondos, pueden quedar «atrapados» y ser expoliados en su inversión en bienes de capital debido a dificultades para rentabilizarla una vez efectuada, máxime si es muy específica o especializada y no resulta susceptible de ser dedicada a otro uso. En consecuencia, los accionistas tienen incentivos adecuados para conseguir que los directivos actúen con energía, competencia profesional y orientación hacia el beneficio. Por ello, no sólo han de ser los propietarios efectivos de la empresa y únicos titulares de los derechos residuales de control, sino que, además, deben poder recuperar libremente y en cualquier momento su dinero, como vía para que no sean reacios a financiar la adquisición de

unos bienes de capital que, por definición, son una inversión real a largo plazo (Alchian y Demsetz, 1972; Klein y otros, 1978; Jensen y Meckling, 1979; Williamson, 1985: 304-305).

A continuación, de modo implícito o explícito, suele establecerse que el objetivo de la empresa debe ser maximizar el beneficio, aunque ahora técnicamente mejor descrito a través de la maximización de la riqueza de los propietarios, los accionistas (8). Frente a esto último, la responsabilidad social es sólo un término que «disimula lo que realmente se tiene en mente, esto es, que los directivos deberían adoptar de manera deliberada acciones que afectan negativamente a los inversores, para beneficiar a otros individuos» (Meckling y Jensen, 1983: 8).

Luego la firma aparece como una *web* de contratos privados, pero con los accionistas-propietarios en el centro de esa *web*, y con unos directivos cuya legitimidad proviene de su nombramiento por dichos propietarios. El análisis se centra en esta concreta relación de agencia y, por tanto, en el control por el capital accionarial de la delegación del uso de sus derechos de propiedad. Así, el Consejo de Administración de una compañía debe ser un instrumento para la salvaguardia de las inversiones de los accionistas. Se sigue fielmente el sentido del ensayo VI de Hume (1987) sobre la independencia del Parlamento: puesto que toda persona actúa por propio interés y debe suponerse que tiene comportamientos oportunistas («pícaros»), se hace necesario establecer unos sistemas de supervisión para que los gobernantes actúen al servicio de los ciudadanos, es decir, de las personas con propiedades materiales; en el presente caso, los miembros de la «república de ac-

cionistas» llamada compañía. Coincide también con el espíritu de la relación legal entre «amo y criado» a la que se refiere el último apartado del artículo de Coase (1937).

De ahí que sea básico el control del mercado de capitales, como institución en la que convergen las informaciones y que efectúa la valoración de la firma a partir de sus resultados financieros. Si los directivos no intentan «maximizar» la riqueza de los accionistas, se arriesgan a perder su cargo por una posible oferta pública de adquisición de las acciones de la compañía. Según se dice, este enfoque «no es perfecto, pero así es la naturaleza del mundo», un mundo donde se impone la selección natural, que conduce espontáneamente a la supervivencia de los mejores (Jensen, 2001: 310). Es un retorno al siglo XIX, cuando se decía que la corporación representaba sólo un ente ficticio, artificial, de manera que, para casi todos los efectos, «los accionistas eran la compañía» (Ireland, 2000: 165).

Pero si se tiene presente la idea de la organización empresarial como entramado de contratos explícitos e implícitos y red de inversiones específicas y complementarias, a la vez que procesadora de conocimientos, entonces la compañía ha de velar por los intereses de cuantos contribuyen a la creación general de valor, potencian el aprendizaje de la organización y asumen riesgos no diversificables (específicos) a través de la realización de inversiones específicas en la empresa.

Los defensores del modelo de firma «principal-agente» atribuyen en exclusiva a los accionistas los excedentes residuales (beneficios) en función de que sólo ellos soportan los riesgos residuales. Sin

embargo, para que esto fuera cierto, los demás suministradores de factores de producción deberían ser retribuidos a su coste de oportunidad social y por medio de contratos completos, que especificasen exactamente lo que ocurre en cada circunstancia, al menos en todas las observables; lo que no suele ser el caso. Además, las compañías modernas casi siempre están constituidas conforme a normativas legales que limitan la responsabilidad patrimonial de los propietarios: éstos no responden ante terceros más allá del importe que pueda obtenerse con la venta de los activos de la propia empresa.

Por otro lado, los modelos teóricos y las prácticas profesionales de gestión de carteras permiten suponer que el riesgo asumido por los accionistas se reduce a través de la diversificación; y el riesgo sistemático, no diversificable, ya es compensado mediante la correspondiente prima, incluida en la rentabilidad exigida por el mercado de capitales (o sea, en el coste del capital propio, como se dice desde la empresa). La creciente presencia de inversores institucionales (fondos de inversión, fondos de pensiones, compañías de seguros, etc.) en los mercados financieros ha reforzado las oportunidades para que los ahorradores dispongan de hecho de una cartera bien diversificada. A todo esto cabe añadir que, generalmente, los accionistas tienen derecho a vender sus títulos sin especiales restricciones, «lo cual significa que los accionistas, quizá más que cualquiera de los demás partícipes en las empresas, tienen la opción de 'salir' si están insatisfechos con el rendimiento de la firma» (Blair, 1995: 229).

Desde luego, la principal función que hoy cumplen los accionistas, o los gestores de sus car-

teras, es actuar como guardianes de la capacidad empresarial para crear riqueza. Pero su presencia en el Consejo de Administración no viene exigida tanto por el riesgo residual que soportan cuanto por el riesgo que sufren en términos de información: hay problemas de información asimétrica entre los directivos y los accionistas y, sin embargo, éstos necesitan información correcta y precisa para poder apreciar los resultados (*performance*) futuros de la compañía en relación con inversiones alternativas (Kaufman y otros, 2003).

En consecuencia, no parece que los accionistas puedan ser los exclusivos titulares de todos los derechos de control, incluida la facultad de apropiarse del total del beneficio. Los acreedores también asumen riesgos específicos relevantes. Igualmente los clientes y proveedores, pues los primeros pueden depender de los suministros de la firma y los segundos de sus compras, estando en juego, por ejemplo, importantes inversiones tecnológicas y en bienes de capital difícilmente reempleables. En general, soportan riesgos no diversificables todos cuantos efectúan inversiones específicas para contribuir más eficientemente a las actividades colectivas en el marco de la compañía, incluidos, desde luego, los empleados o los directivos (9). De esta manera, las inversiones específicas y los activos co-especializados implican que sus titulares son «acreedores residuales»: al final lograrán unos rendimientos que, de hecho, no serán fijos, sino variables, en función del excedente global alcanzado por la firma y el resultado del proceso de negociación entre las partes involucradas.

Incluso *stakeholders* contextuales o no contractuales, como las administraciones públicas o las comunidades territoriales, pueden

asumir un riesgo no diversificable aunque no contribuyan directa o indirectamente con inversiones específicas a la creación de valor para la compañía: las actividades de ésta pueden hacerles soportar unas externalidades negativas. De ahí que también por esta vía surjan unas obligaciones de la firma hacia su entorno.

En dicho marco, cabe entender que el poder y las rentas están esparcidos a lo largo de toda la organización, incluso más allá de los límites legales de lo que se entiende por compañía en sentido estricto. A medida que el poder es más difuso, la firma se parece más a una empresa cooperativa, y el problema relevante es impedir los conflictos entre partícipes que pudieran paralizar o destruir la corporación. Entonces, el objetivo básico del sistema de gobierno de la compañía debería ser proteger la integridad de la empresa y de su capital organizacional (Zingales, 2000). A partir de esta perspectiva, Blair (1995, caps. 6 y 7) cree que las reformas de los sistemas de gobierno de la empresa encaminadas a asegurar el trabajo de los directivos en provecho exclusivo de los accionistas pueden destruir la capacidad de crear riqueza para el conjunto de la sociedad.

Por tanto, ya no se trata sólo de un asunto de equidad: la misma eficiencia y el crecimiento de la productividad exigen unas estructuras y mecanismos de gobierno de mayores miras, con más amplia participación de todos los que realmente aportan recursos específicos, asumen riesgos, intervienen en el aprendizaje de la organización y, en definitiva, gozan de un legítimo derecho para influir en el futuro de la firma. En cierto modo, se trata de generalizar a todos los *stakeholders* el viejo principio según el cual el control de los beneficios o las pérdi-

das resultantes de un activo debe asignarse a quien disfrute de esos beneficios o pueda sufrir dichas pérdidas.

En otras palabras, la creación de riqueza exige reunir capitales humanos, financieros, físicos, etcétera, específicos para la empresa. En consecuencia, «la incertidumbre radical que pesa sobre la evolución temporal de esta combinación de recursos (en el lenguaje de la teoría de los contratos, la incompletitud contractual), así como la dificultad de poner en marcha una acción colectiva, abogan por un ejercicio del poder que favorezca el compromiso de los diferentes partícipes. Por el contrario, el valor accionarial se arriesga a deteriorar la calidad de estos compromisos y, por tanto, la competitividad de las firmas, al enviar a dichos partícipes la señal de que la resolución de las contingencias no previstas se hará sólo en interés de los accionistas» (Aglietta y Rebérioux, 2004: 347).

## VIII. MODELOS DE GOBIERNO DE LA EMPRESA Y BIENESTAR GENERAL

A decir de la teoría financiera moderna y del modelo «principal-agente» estándar, maximizar la riqueza de los accionistas conduce a una asignación óptima de los recursos económicos desde la perspectiva del conjunto de la sociedad. Se cree que es la mejor vía para favorecer los intereses de todos los partícipes y la única forma en que las compañías pueden contribuir al bienestar colectivo. No en balde el modelo financiero de empresa supone que no hay obstáculos para que la maximización de beneficios sea condición suficiente en el logro de un óptimo de bienestar paretiano (Keasey y otros, 1997). Es tanto como admitir que existe un precio para to-

dos y cada uno de los bienes, servicios y flujos de capitales que pueden diferenciarse en una economía, con competencia perfecta en los mercados de todos ellos. Además, se da por sentado que los inversores son racionales y los mercados evalúan correctamente el riesgo. Y, en realidad, se descarta que las fricciones o imperfecciones en los mercados y los efectos externos sean verdaderamente relevantes (véase Jensen, 2001).

Una vez más, estamos ante un «orden espontáneo» derivado, de hecho, de los teólogos españoles de la Escuela de Salamanca, en el siglo XVI, y de la posterior armonía preestablecida típica de la teodicea del alemán Leibniz: «el mejor de los mundos posibles» (y donde «todo en él es un mal necesario», como añadió irónicamente F. H. Bradley). Un enfoque panglosiano recogido por el escocés Adam Smith, en su obra cumbre, bajo la metafórica alusión a la «mano invisible» —para unos intérpretes, todavía divina; para otros, ya secular— que, felizmente y sin intencionalidad humana, conduce al bienestar colectivo.

Sin embargo, es difícil entender que la creación permanente de valor para los accionistas pretenda justificarse por esa asignación óptima de recursos en tal «mundo ideal». Obsérvese que, como nos dicen los modelos neoclásicos agregados que se interesan por los problemas de distribución, en las condiciones teóricas de equilibrio perfecto y competencia pura, todos los factores de producción, incluido el capital financiero de cualquier tipo, serían retribuidos exactamente a su coste de oportunidad. Ningún grupo (accionistas, acreedores, trabajadores, propietarios de otros recursos, consumidores, etc.) sería favorecido frente a otro. En

consecuencia, ni se crearía ni se destruiría valor para el accionista, el cual no obtendría beneficios extraordinarios.

La continua creación de valor de la que se habla exige aceptar la existencia de fricciones y asimetrías de información en los mercados de capitales, además de mercados de productos y/o factores también imperfectos, determinantes de un crecimiento empresarial ininterrumpidamente rentable. Entonces, es probable que haya de ponerse en duda la hipótesis de que esos mercados de capitales son altamente eficientes (véase Langevin y otros, 1999) y además queda en entredicho la argumentación utilizada para defender la relación entre la búsqueda del máximo valor para los accionistas y la eficiencia económica en la asignación general de recursos.

A decir verdad, cabe entender la empresa como una «subeconomía» (Holmström, 1999). Y, de manera semejante a lo que ocurre en la política económica de un país, si existe una restricción que impide el cumplimiento de una de las condiciones exigidas para alcanzar un óptimo paretiano, entonces, de acuerdo con el teorema del óptimo de segundo rango (*second best*) de Lipsey y Lancaster (1956), la mejor situación alcanzable sólo puede ser conseguida, en general, apartándose de todas las demás condiciones paretianas, aunque estas últimas pudieran cumplirse. Dicho de otro modo, cuando no cabe satisfacer todas las condiciones paretianas, habitualmente no será eficiente cumplir sólo algunas de ellas.

Así, en el «mundo real» de la empresa, con fricciones, imperfecciones, efectos externos y problemas de coordinación o de incentivos —todo ello análogo,

aunque a escala limitada, a lo que sucede en el nivel macroeconómico— los directivos de las compañías han de aplicar ese principio del óptimo de segundo rango, dada la imposibilidad de satisfacer todas las condiciones que el mundo económico «ideal» exige para que la maximización de la riqueza de los accionistas coincida con el interés colectivo. Por tanto, no hay garantías de que sean eficientes los mecanismos de gobierno empresarial orientados a crear valor para los accionistas, lo cual permite percibir la visión errada de quienes definen el modelo financiero «ilustrado», o *stakeholder* «ilustrado», con el argumento de que, a largo plazo, aquello que conviene a los accionistas es también, de paso, lo mejor para los restantes participantes. En realidad, para asegurar la eficiencia será preciso tener en cuenta explícitamente los intereses de los *stakeholders* no accionistas (Becht y otros, 2002).

Esto es mucho más evidente cuando nos detenemos a reflexionar sobre la posible existencia de efectos externos derivados de la actividad empresarial. Tirole (2001) ha insistido en ello para presentar las insuficiencias de modelo financiero de firma y redefinir el sentido del gobierno de las compañías. Subraya que la existencia de dichas externalidades no resulta muy congruente con la exclusiva preocupación por crear valor para el accionista. Así, las decisiones de los directivos afectan a los inversores financieros, pero también tienen consecuencias para los restantes grupos de participantes. No cabe negar que estos efectos externos pueden ser importantes, como en el caso del cierre de una gran factoría en un área deprimida. Y desde hace mucho tiempo se viene argumentando a favor de interiorizar —tener en cuenta— las externalidades. Es de

creer que esta forma del abordar el problema constituye un enfoque razonable para cualquier economista, conjugando eficiencia y equidad. Otra cosa será cuando se haya de entrar en el debate de las vías a aplicar para su puesta en práctica (Salas Fumás, 2003).

Boatright (2002) no duda en afirmar que el problema de los efectos externos es probablemente el argumento más serio que el enfoque de los partícipes presenta en contra del modelo financiero de empresa. Implica poner en tela de juicio la «hipótesis de la asimetría en la protección»: se dice que los *stakeholders* financieros cuentan con garantías contractuales más bien inefectivas, mientras que, curiosamente, los partícipes no financieros (o sea, los empleados, los proveedores, los clientes, ...) están ya protegidos por unos contratos de mercado muy eficaces. Como es obvio, tal hipótesis da por cierto que ningún obstáculo o imperfección del mercado hace técnicamente complicado para estos últimos *stakeholders* llegar a gozar de contratos justos.

Y así, en la realidad, dentro de un mundo con información asimétrica, racionalidad limitada, contratos implícitos, inversiones específicas, costes de transacción, efectos externos, etc., tenemos razones para creer que las variaciones en el precio en Bolsa de una acción seguramente no pueden constituir indicadores razonables de los cambios en el bienestar colectivo. Ni aun en la hipótesis de que, pese a todas las imperfecciones citadas, los mercados de capitales fueran eficientes en forma fuerte por lo que se refiere a la correcta y rápida formación del precio de los títulos.

Como consecuencia, resulta difícil entender que, en ocasiones,

se tilde de «puro juicio de valor» abogar por la creación de riqueza neta total en las compañías, es decir, para el conjunto de sus *stakeholders*; y, sin embargo, no merezca comentario ni etiqueta alguna propugnar la mayor creación posible de valor para sus accionistas. La aceptación de las mejoras paretianas como criterio para impulsar cambios deseables respaldaría a quienes defienden la primera posición (Asher y otros, 2004).

## IX. CONSIDERACIONES FINALES

El gobierno estándar de la empresa se ha venido asociando durante los últimos años con el modelo financiero (accionistas-directivos), sin tener suficientemente en cuenta que en las compañías de nuestro actual entorno resulta fundamental considerar los efectos externos generados, respetar los contratos implícitos, facilitar el aprendizaje organizacional y promover las inversiones específicas de los otros partícipes distintos a los tradicionales aportantes de capital financiero. De ahí el actual énfasis en el modelo de empresa pluralista o *stakeholder*, dentro del cual cabe ver el enfoque financiero como un caso especial.

Ahora bien, es verdad que la literatura económica en la perspectiva *stakeholder* está pendiente de un mayor desarrollo. La visión pluralista de la firma requiere aún mucho esfuerzo de estudio desde la economía para profundizar en la delimitación de los partícipes relevantes, estudiar su concreta articulación estructural en cada caso, resolver problemas prácticos en la adopción de decisiones, avanzar en el cálculo e información de sus resultados y elaborar hipótesis más precisas y empíricamente contrastables acer-

ca de las relaciones entre los diversos partícipes. En particular, pese a que un proceso de deliberación no necesariamente conduce a enfrentamientos irreconciliables, ha de analizarse si, como a veces se dice, el enfoque pluralista implica unos costes elevados por heterogeneidad de intereses a la hora de adoptar decisiones, pero sin olvidar que también el modelo financiero tiene costes de ese tipo.

Eso sí, seguramente cabe ya entrever que la aplicación de la perspectiva *stakeholder* ha de tener presentes las muy diferentes circunstancias que rodean a cada empresa, de modo que no es preciso que las vías y mecanismos de participación de los *stakeholders* sigan un único modelo. En una determinada firma, partícipes diferentes pueden tener derechos distintos, ejercidos mediante formas de intervención diversas. Parece obligado adoptar un punto de vista contingente. Nada exige tratar a todos por igual, pues habrán de sopesarse sus respectivas contribuciones, costes y riesgos (Phillips y otros, 2003). Tampoco nada implica que todos los *stakeholders* deban estar igualmente involucrados en el conjunto de procesos y decisiones (Donaldson y Preston, 1995). Lo relevante es delimitar bien facultades y responsabilidades, de suerte que cada partícipe cuente con información, incentivos, poder y capacidad para actuar. Como regla general, un *stakeholder* tiene menor necesidad de «voz» a medida que se reduce su coste de «salida». Precisamente, es el mantenimiento y protección de su inversión lo que justifica que deba escuchársele.

Por tanto, en la orientación *stakeholder* cabe elegir dentro de una extensa red o cartera de mecanismos de gobierno comple-

mentarios entre sí: asignación de derechos de propiedad formales; presencia con voto en el Consejo de Administración; posibilidad de veto a través de la participación en algún comité de supervisión y control; capacidad para designar, proponer, recomendar u oponerse al nombramiento de un cierto número de miembros del Consejo de Administración o de un órgano análogo; procedimientos de información y consulta; retribuciones en función del excedente empresarial; percepción de compensaciones en ciertas circunstancias; garantías de calidad; certificados de sostenibilidad medioambiental, etcétera.

Junto a todo ello, se ha de avanzar en el diseño de mecanismos para inducir a los administradores y gerentes a interiorizar el bienestar de todos los *stakeholders*, de forma que se maximice la suma de los «excedentes» correspondientes a éstos, lo que obliga a repensar las vías para incentivar a esos directivos, de suerte que se conviertan en fiduciarios de todos los partícipes. Y exige encontrar nuevos instrumentos prácticos para estimar el conjunto de la riqueza creada por la compañía, asunto muy importante. Probablemente, obligará a reconsiderar lo que se entiende por costes y beneficios para no excluir del cálculo muchos «efectos colaterales» que ahora omitimos.

Finalmente, por lo dicho hasta aquí puede ponerse en duda el «fin de la historia» del gobierno corporativo al que se aludía al inicio de estas páginas. Tal vez haya que hablar más bien de alternancia de los modelos de gobierno de la empresa, de modo que los años noventa y su predominio del modelo financiero pueden representar sólo un extremo de la oscilación, en cierta medida favorecido por factores ideológicos (Grando-

ri, 2004). No en balde hemos visto que el debate viene de lejos, e incluso se utilizan argumentos derivados de postulados filosóficos enunciados hace varios siglos. Por ello, cabe que ahora, de nuevo, se recupere la visión pluralista del gobierno empresarial que ya vislumbraba Keynes en su ensayo de 1926 sobre «El final del *laissez-faire*», cuando subrayó la tendencia de las grandes compañías privadas a aproximarse al *status* de las corporaciones públicas y escribió lo siguiente:

Uno de los desarrollos más interesantes e inadvertidos de las recientes décadas ha sido la tendencia de la gran empresa a socializarse. En el crecimiento de una gran institución [...] se llega a un punto en el que los propietarios del capital, es decir, los accionistas, están casi enteramente disociados de la dirección, con el resultado del que el interés personal directo de la última en la persecución del mayor beneficio viene a ser completamente secundario. Cuando se alcanza este estado, la estabilidad general y el prestigio de la institución son más tenidos en cuenta por la dirección que el beneficio máximo para los accionistas. A éstos debe bastarles con percibir dividendos convencionalmente adecuados; pero, una vez que esto queda asegurado, el interés directo de la dirección consiste a menudo en evitar las críticas del público y de los clientes de la empresa (Keynes, 1986: 83).

#### NOTAS

(\*) Este trabajo se enmarca en el proyecto de investigación UVA 78/01, subvencionado por la Consejería de Educación de la Junta de Castilla y León y el FEDER, a quienes el autor agradece su ayuda financiera.

(1) Por lo general, en estas páginas se utilizarán como equivalentes los términos compañía, empresa, firma y corporación, salvo cuando precisamente se desee apuntar alguna diferencia entre ellos en el marco de un contexto específico.

(2) La cita se atiene al texto de la primera edición en castellano del libro, manteniéndose la ortografía y el lenguaje propios de finales del siglo XVIII.

(3) Un activo o una inversión se califica como «específico» o «idiosincrásico» cuando su valor depende positiva y significativamente de la continuidad de su empleo en el marco de una determinada relación contractual.

(4) Se denomina renta económica a la retribución por encima del importe necesario para lograr que un factor de producción acepte participar en una actividad, realizando nuevas inversiones con el fin de ofertar cantidades adicionales de bienes y servicios. Cuasi-renta económica es la retribución que supera el nivel indispensable para inducirlo a que se mantenga en su actividad actual, considerando que las inversiones requeridas ya han sido efectuadas.

(5) A estos efectos, teoría clásica de los derechos de propiedad (DEMSETZ, 1967; ALCHIAN y DEMSETZ, 1972), economía de los costes de transacción (WILLIAMSON, 1985) y teoría de la agencia (JENSEN y MECKLING, 1976).

(6) Con cierta frecuencia se dice que este objetivo general es impreciso. Pero no parece que lo sea en mucha mayor medida que el objetivo general típico del modelo financiero. Uno y otro exigen inexcusablemente complejos juicios gerenciales sobre un amplio conjunto de sub-objetivos y medios para alcanzarlos (THOMSEN, 2004).

(7) *Know-how*, sistemas, procedimientos, rutinas, bases de datos, cultura, etc., de la organización.

(8) Naturalmente, existen partidarios del modelo financiero de empresa que no creen que se pueda «maximizar» el valor para los accionistas. Se conforman con hablar de «crear valor» o «buscar valor». No obstante, este matiz no es relevante para el trasfondo del presente análisis.

(9) Recuérdese que la literatura sobre economía del trabajo parece concluir que las inversiones en capital humano específico no pueden ser adecuadamente protegidas mediante contratos explícitos y completos, por las dificultades que entraña su redacción (BLAIR, 1999).

#### BIBLIOGRAFÍA

- AGLIETTA, M., y REBÉRIOUX, A. (2004), *Dérives du capitalisme financier*, Albin Michel, Paris. Existe traducción al inglés: *Corporate Governance adrift*, Elgar, Cheltenham, 2005.
- ALCHIAN, A. A., y DEMSETZ, H. (1972), «Production, information cost, and the economic organization», *American Economic Review*, volumen 62: 777-795.
- ASHER, C. C.; MAHONEY, J. M., y MAHONEY, J. T. (2004), «Towards a property rights foundation for a stakeholder theory of the firm», *Documento de trabajo*, número 04-0116, College of Business, University of Illinois at Urbana-Champaign, Champaign (IL).

<p>BECHT, M.; BOLTON, P., y RÖELL, A. (2002), «Corporate governance and control», <i>Documento de trabajo</i>, n.º 9371, National Bureau of Economic Research, Cambridge (MA).</p> <p>BENTHAM, J. (1907), <i>An Introduction to the Principles of Morals and Legislation</i>, Clarendon Press, Oxford. Edición original, 1823.</p> <p>BERLE, A. A. (1931), «Corporate powers as powers in trust», <i>Harvard Law Review</i>, volumen 44: 1049-1074.</p> <p>BERLE, A. A., y MEANS, G. C. (1932), <i>The Modern Corporation and Private Property</i>, Macmillan, Nueva York.</p> <p>BLAIR, M. M. (1995), <i>Ownership and Control</i>, The Brookings Institution, Washington (DC).</p> <p>— (1999), «Firm-specific human capital and theories of the firm», en BLAIR, M. M., y ROE, M. J. (eds.), <i>Employees and Corporate Governance</i>, Brookings Institution Press, Washington (DC): 58-90.</p> <p>BOATRIGHT, J. R. (2002), «Contractors and stakeholders: reconciling stakeholder theory with the nexus-of-contract firms», <i>Journal of Banking and Finance</i>, vol. 26: 1837-1852.</p> <p>BOOT, A. W. A.; MACEY, J. R., y SCHMEITS, A. (2005), «Towards a new theory of corporate governance: objectivity versus proximity», <i>Documento de trabajo</i>, Faculty of Economics and Econometrics, University of Amsterdam, Amsterdam.</p> <p>BOWEN, H. (1953), <i>Social Responsibilities of the Businessman</i>, Harper and Row, Nueva York.</p> <p>CAPILLA RONCERO, F. (1993), <i>La persona jurídica: funciones y disfunciones</i>, Tecnos, Madrid.</p> <p>CHARREAUX, G. (2004), «Les théories de la gouvernance: de la gouvernance des entreprises à la gouvernance des systèmes nationaux», <i>Documento de trabajo</i>, número 1040101, Centre de Recherche en Finance, Architecture et Gouvernance des Organisations (FARGO), Université de Bourgogne, Dijon.</p> <p>CLARK, J. M. (1916), «The changing basis of economic responsibility», <i>Journal of Political Economy</i>, vol. 24: 209-229.</p> <p>COASE, R. H. (1937), «The nature of the firm», <i>Economica</i>, vol. 4: 386-405.</p> <p>COHEN, D., y PRUSAK, L. (2001), <i>In Good Company: How Social Capital Makes Organizations Work</i>, Harvard Business School Press, Boston (MA).</p> <p>DEMSETZ, H. (1967), «Toward a theory of property rights», <i>American Economic Review</i>, vol. 57: 347-359.</p> <p>DODD, E. M. (1932), «For whom are corporate managers trustees?», <i>Harvard Law Review</i>, vol. 45: 1145-1163.</p>	<p>DONALDSON, T., y PRESTON, L. E. (1995), «The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence, implications», <i>Academy of Management Review</i>, vol. 20: 65-91.</p> <p>EELS, R. (1960), <i>The Meaning of Modern Business: An Introduction to the Philosophy of Large Corporate Enterprise</i>, Columbia University Press, Nueva York.</p> <p>ETZIONI, A. (1998), «A communitarian note on stakeholder theory», <i>Business Ethics Quarterly</i>, vol. 8: 679-691.</p> <p>FRIEDMAN, M. (1962), <i>Capitalism and Freedom</i>, University of Chicago Press, Chicago.</p> <p>GALBRAITH, J. K. (1952), <i>American Capitalism: The Concept of Countervailing Power</i>, Houghton Mifflin, Boston (MA).</p> <p>— (1967), <i>The New Industrial State</i>, Houghton Mifflin, Boston (MA).</p> <p>GRANDORI, A. (2004), «Reframing corporate governance: behavioral assumptions, governance mechanisms, and institutional dynamics», en GRANDORI, A. (ed.), <i>Corporate Governance and Firm Organization: Microfoundations and Structural Forms</i>, Oxford University Press, Oxford: 1-27.</p> <p>GROSSMAN, S. J., y HART, O. D. (1986), «The costs and benefits of ownership: a theory of vertical and lateral integration», <i>Journal of Political Economy</i>, vol. 94: 671-719.</p> <p>HANSMANN, H., y KRAAKMAN, R. (2001), «The end of history for corporate law», <i>Georgetown Law Journal</i>, vol. 89: 439-468.</p> <p>HART, O., y MOORE, J. (1990), «Property rights and the nature of the firm», <i>Journal of Political Economy</i>, vol. 98: 1119-1158.</p> <p>HAWLEY, J. P., y WILLIAMS, A. T. (1996), «Corporate governance in the United States: the rise of fiduciary capitalism», <i>Documento de trabajo</i>, Saint Mary's College of California, Moraga (CA).</p> <p>HAYEK, F. A. (1960), «The corporation in a democratic society: in whose interest ought it and will it be run?», en ANSHEN, M., y BACH, G. L., <i>Management and Corporation 1985</i>, McGraw-Hill, Nueva York: 99-117.</p> <p>HEILBRONER, R. L. (1974), <i>La formación de la sociedad económica</i>, Fondo de Cultura Económica, México, tercera edición (traducción de la cuarta edición en inglés).</p> <p>HILL, C. W. L., y JONES, T. M. (1992), «Stakeholder-agency theory», <i>Journal of Management Studies</i>, vol. 29: 131-154.</p> <p>HOLMSTRÖM, B. (1999), «The firm as a subeconomy», <i>Journal of Law, Economics, and Organization</i>, vol. 15: 74-102.</p> <p>HUME, D. (1987), <i>Essays, Moral, Political, and Literary</i>, Liberty Fund, Indianápolis (IN). Edición original, 1777.</p>	<p>IRELAND, P. (2000), «Defending the <i>rentier</i>: Corporate theory and the reprivatisation of the public company», en PARKINSON, J.; GAMBLE, A., y KELLY, G., <i>The Political Economy of the Company</i>, Hart, Oxford: 141-173.</p> <p>JENSEN, M. C. (2001), «Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function», <i>European Financial Management</i>, vol. 7: 297-317.</p> <p>JENSEN, M. C., y MECKLING, W. H. (1976), «Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure», <i>Journal of Financial Economics</i>, vol. 3: 305-360.</p> <p>— (1979), «Rights and production functions: an application to labor-managed firms and codetermination», <i>Journal of Business</i>, volumen 52: 469-506.</p> <p>KAUFMAN, A.; ENGLANDER, E., y WOOD, C. H. (2003), «A team production model of corporate governance revisited», <i>Documento de trabajo</i>, SMPP 03-03, Department of Strategic Management and Public Policy, School of Business and Public Management, George Washington University, Washington (DC).</p> <p>KEASEY, K.; THOMPSON, S., y WRIGHT, M. (1997), «The corporate governance problem: competing diagnoses and solutions», en KEASEY, K.; THOMPSON, S., y WRIGHT, M. (eds.), <i>Corporate Governance: Economical and Financial Issues</i>, Oxford University Press, Oxford: 1-17.</p> <p>KEYNES, J. M. (1986), <i>Ensayos sobre intervención y liberalismo</i>, Orbis, Barcelona, segunda edición.</p> <p>KIM, J., y MAHONEY, J. T. (2005), «Property rights theory, transaction costs theory, and agency theory: an organizational economics approach to strategic management», <i>Managerial and Decision Economics</i>, volumen 26: 223-242.</p> <p>KLEIN, B.; CRAWFORD, R. G., y ALCHIAN, A. A. (1978), «Vertical integration, appropriate rents and the competitive process», <i>Journal of Law and Economics</i>, vol. 21: 297-326.</p> <p>LANGEVIN, P.; MAHERAULT, L., y ROMANET, Y. (1999), «Faut-il adhérer sans réserve au concept de création de valeur?», <i>Revue du Financier</i>, n.º 120: 69-79.</p> <p>LIPSEY, R. G., y LANCASTER, K. (1956), «The general theory of second best», <i>Review of Economic Studies</i>, vol. 24: 11-32.</p> <p>LOCKE, J. (1764), <i>Two Treatises of Government</i>, Libro II: <i>Essay Concerning of Civil Government</i>, A. Millar y otros, Londres. Edición original, 1689.</p> <p>MANNE, H. G. (1964), «Some theoretical aspects of share voting», <i>Columbia Law Review</i>, vol. 64: 1427-1445.</p> <p>MAYER, C. (1996), «Gouvernement d'entreprise, concurrence et performance», <i>Revue Économique de l'OCDE</i>, n.º 27: 7-37.</p>
--	---	--

<p>MAYSON, S. W.; FRENCH, D., y RYAN, C. L. (1996), <i>Company Law</i>, Blackstone Press, Londres, 13.ª edición.</p> <p>MCINERNEY, T. (2004), «Implications of high performance production and work practices for theory of the firm and corporate governance», <i>Columbia Business Law Review</i>, volumen 2004: 135-196.</p> <p>MECKLING, W. H. y JENSEN, M. C. (1983), «Reflections on the corporation as a social invention», <i>Midland Corporate Finance Journal</i>, vol. 1: 6-15.</p> <p>OSTERLOH, M., y FREY, B. S. (2005), «Shareholders should welcome employees as directors», <i>Documento de trabajo</i>, n.º 228, Institute for Empirical Research in Economics, University of Zurich, Zurich.</p> <p>PÉREZ GARCÍA, F. (dir.) (2005), <i>La medición del capital social: una aproximación económica</i>, Fundación BBVA, Bilbao.</p> <p>PHILLIPS, R. A.; FREEMAN, R. E., y WICKS, A. C. (2003), «What stakeholder theory is not», <i>Business Ethics Quarterly</i>, vol. 13: 479-502.</p>	<p>PUTNAM, R. D. (1995), «Bowling alone: America's declining social capital», <i>Journal of Democracy</i>, vol. 6: 65-78.</p> <p>RAJAN, R. G., y ZINGALES, L. (1998), «Power in a theory of the firm», <i>Quarterly Journal of Economics</i>, vol. 113: 387-432.</p> <p>RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, J. M. (2003), <i>El gobierno de la empresa: un enfoque alternativo</i>, Akal, Madrid.</p> <p>ROSTOW, E. V. (1959), «To whom and for what ends are corporate managements responsible?», en Mason, E. S. (ed.), <i>The Corporation in Modern Society</i>, Harvard University Press, Cambridge (MA): 46-72.</p> <p>SACCONI, L. (2004), «A social contract account for CSR as extended model of corporate governance (part I): rational bargaining and justification», <i>Documento de trabajo</i>, número 10, Dipartimento de Economia, Università degli Studi di Trento, Trento.</p> <p>SALAS FUMÁS, V. (2003), «La regulación del gobierno de la empresa», <i>XVI Simposio de Moneda y Crédito</i>, Madrid, 26-27 de noviembre.</p>	<p>SHLEIFER, A., y VISHNY, R. W. (1997), «A survey of corporate governance», <i>Journal of Finance</i>, vol. 52: 737-783.</p> <p>SMITH, A. (1794), <i>Investigación de la naturaleza y causas de la riqueza de las naciones</i>, Oficina de la Viuda e Hijos de Santander, Valladolid. Traducción de la edición original de 1776.</p> <p>THOMSEN, S. (2004), «Corporate governance and corporate objectives», <i>Documento de trabajo</i>, Department of International Economics and Management, Copenhagen Business School, Copenhagen.</p> <p>TIROLE, J. (2001), «Corporate governance», <i>Econometrica</i>, vol. 69: 1-35.</p> <p>WILLIAMSON, O. E. (1985), <i>The Economic Institutions of Capitalism</i>, Free Press, Nueva York.</p> <p>ZINGALES, L. (1998), «Corporate governance», en NEWMAN, P. (ed.), <i>The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law</i>, Macmillan, Londres: 497-503.</p> <p>— (2000), «In search of new foundations», <i>Journal of Finance</i>, vol. 55: 1623-1653.</p>
---	---	--