

REPUTACIÓN CORPORATIVA Y CREACIÓN DE VALOR. MARCO TEÓRICO DE UNA RELACIÓN CIRCULAR

De Quevedo Puente E.
De la Fuente Sabaté, J. M.
Delgado García, J. B.
Universidad de Burgos

RESUMEN

El objetivo de la presente investigación es explicar el proceso de formación de la reputación corporativa y, justificar, no sólo la contribución de este activo a la creación de valor, sino además la relación inversa, la repercusión que el valor de la empresa y su reparto tienen sobre el activo estudiado. Efectivamente, esta doble hipótesis subyacente en esta relación circular genera una espiral ascendente de reputación corporativa-creación de valor. La exposición de este modelo teórico nos permite un profundo acercamiento a la dinámica que se produce dentro de la miscelánea contractual.

PALABRAS CLAVE: Reputación Corporativa, Creación de Valor, Teoría de Agencia, Participantes.

ABSTRACT

The aim of this paper is to explain how corporate reputation is formed and to justify, not only the contribution of this asset to value creation, but also the inverse relation, the repercussion that the value of the firm and its distribution has on the asset we are studying. This double hypothesis which underlies this circular relation generates an upward spiral of reputation-value creation. The explanation of this theoretical model gives us a much better understanding of the dynamics that occur within the contractual miscellany.

KEY WORDS: Corporate Reputation, Value Creation, Agency Theory, Stakeholders.

1. INTRODUCCIÓN

El tránsito del modelo clásico de función de producción al modelo contractual de empresa ha supuesto un cambio esencial que se ha proyectado como una renovación en la Economía de la Empresa, un renacimiento después de una etapa oscura que introduce luz en el interior de la firma y la descubre con una mayor intensidad y amplitud. La propuesta de la Nueva Economía Institucional de reducir aún más la unidad de análisis permite una descripción más minuciosa y detallada de la empresa, además introduce aspectos tan sutiles como el comportamiento del individuo, la información y la naturaleza de los activos, que permiten descubrir detrás de la opacidad de los activos materiales, fundamentales para la teoría clásica, la esencia de los intangibles que se revelan como la principal fuente de ventajas competitivas para la empresa (Itami y Roehl, 1987; Hall, 1992, 1993). A la vez, nos sugiere una concepción más amplia de la firma, que no sólo incluye la preocupación por los accionistas, sino además por los directivos, los empleados, proveedores y clientes, el propio Estado e, incluso, la sociedad en general.

Al hilo de estas nuevas tendencias, se propone un modelo general que, desde el marco de la Teoría de la Agencia y, particularmente, del enfoque *stakeholder*, permita esclarecer la doble hipótesis subyacente en la relación circular entre creación de valor y reputación corporativa. Esto es, las percepciones de reparto legítimo del valor creado por la empresa entre sus participantes en los distintos mercados de referencia, le adjudicará, a través de “largos” períodos de observación, una reputación, la cual actúa como un mecanismo eficiente que

disminuye, tanto la información asimétrica como la divergencia de intereses en las relaciones económicas de la empresa, que le permite atraer mejores recursos en condiciones más favorables y contribuye, en última instancia, a la creación de valor de la firma. Evidentemente, este aumento en la creación de valor favorece que en el posterior reparto se satisfagan los intereses de los distintos participantes, lo que redundará en la creación y mantenimiento de la reputación de la empresa.

Antes de entrar de lleno en la descripción del modelo general propuesto, en este trabajo se reconoce el carácter social de la reputación, sedimentada a través de un proceso de legitimación que implica una constante adaptación de la empresa al marco institucional en el desarrollo de las relaciones que se albergan en su interior. A continuación, se desarrolla un modelo que pretende incluir a los distintos participantes, con sus demandas en el reparto de valor (Jensen y Meckling, 1976; Freeman, 1984) y, por tanto, la consideración del conflicto en la distribución de la riqueza de la empresa, la resolución del mismo por parte de la dirección, restringida por los mecanismos de salvaguardia, y su repercusión sobre la creación de valor en períodos posteriores. La exposición de esta dinámica, que se produce en el interior de la empresa, nos va permitir desgranar la formación de la reputación corporativa y su repercusión sobre la creación de valor, de tal forma que se esboza la relación circular entre reputación y creación de valor.

2. EMPRESA, LEGITIMIDAD Y REPUTACIÓN

La reputación es un activo de construcción social, que es creada y mantenida a través de un proceso de legitimación (Rao, 1994), e implica una continua sucesión de evaluaciones puntuales de las actuaciones de la empresa en cada momento, cuyo veredicto debe basarse en criterios de legitimidad. La acumulación de valoraciones homogéneas en períodos sucesivos redundará en la reputación de la empresa. Esto es, mientras la legitimidad trata de encuadrar las actuaciones de la empresa dentro del marco institucional imperante en un momento determinado, la reputación toma un perímetro intertemporal, en el intento de unir actuaciones pasadas a las expectativas de futuro. En este sentido, podemos entender la legitimidad como un estadio previo a la reputación. Ahora bien, a pesar de ser dos conceptos complementarios son cualitativamente muy distintos: la legitimidad es una variable flujo y la reputación es un activo *stock*, aquélla se basa en símbolos y ésta en señales, si bien ambos aspectos son necesarios en la generación de percepciones (Goffman, 1969; Feldman and March, 1981).

En la literatura científica se ha definido la legitimidad como la aceptación de la organización por parte del entorno y se la ha reconocido como un elemento esencial para la supervivencia y éxito de la empresa (Dowling y Pfeffer, 1975; Hannan y Freeman, 1977; Meyer y Rowan, 1977). La definición de legitimidad (DiMaggio y Powell, 1983; Koskova y Zaheer, 1999; Scott, 1995) que se adopta para esta investigación es la propuesta por los neoinstitucionalistas, porque, desde nuestro punto de vista, integra el contenido normativo y reglamentario de las anteriores (Parson, 1960; Weber, 1968) y amplía a los aspectos cognitivos que para el estudio de la reputación resultan esenciales, de manera que la “legitimidad es la percepción generalizada de que las acciones de una entidad son deseables, favorecedoras y apropiadas dentro del sistemas de normas, valores, creencias y definiciones construidos socialmente” (Suchman, 1995: 574).

Nos parece conveniente delimitar, al hilo de la definición de legitimidad, el concepto de reputación que se va a adoptar a lo largo de esta investigación. Las definiciones que hasta ahora se han propuesto, no consideran de forma explícita los aspectos informativos que, desde nuestro punto de vista, son muy relevantes en cualquier relación económica. Por tanto, definimos la reputación corporativa como la percepción generalizada de que la empresa resuelve de forma legítima las relaciones con sus participantes, tanto en términos de comportamiento como de transparencia informativa.

Cuanto más profundo y constante sea el proceso de legitimación, más fuerte será el vínculo que se establece entre las conductas pretéritas y las previsiones de comportamiento futuro. Se entiende que una empresa es legítima cuando hay congruencia entre las actividades de la organización y las expectativas de la sociedad. Desde un punto de vista económico¹, parece adecuado atribuir al marco institucional el papel de consignatario de las normas, valores, creencias y definiciones sociales y, por ende, de las expectativas de la sociedad, de forma que es el criterio para valorar la legitimidad de las actitudes de la empresa. En este sentido, la referencia de Davis y North (1971: 6-7, citado por Williamson, 1990) que definen el marco institucional como “el conjunto de reglas legales, sociales y políticas fundamentales que establecen las bases de la propiedad, el intercambio y la producción. Ejemplos de éstas son las normas que rigen las elecciones, los derechos de propiedad, el derecho contractual, etc.”, es, en nuestra opinión, un poco restrictiva y nos gustaría ampliar la descripción del marco institucional para incluir las creencias, valores y definiciones sociales, y hacerla extensiva a las dimensiones normativa y cognitiva de la legitimidad, para dar cabida al concepto de reputación.

Las empresas se enfrentan a continuos cambios y una creciente complejidad en las sociedades con las que interactúan. Estas transformaciones del entorno afectan a las relaciones de la empresa con sus participantes, en las que se empiezan a tener en cuenta aspectos que anteriormente no se consideraban, como pueden ser la problemática de la contaminación, comportamientos solidarios, etc. Estas nuevas categorías han influido en la forma de pensar y en las apetencias de los participantes de la empresa, que se encuentran condicionados por el marco institucional que les rodea. Todo esto significa que la legitimación es un proceso dinámico por el cual la empresa busca perpetuar su aceptación, evolucionando de forma acompañada con los cambios en las normas, creencias, valores y definiciones sociales (Carroll, 1996). Por tanto, la empresa debe estar en un progresivo cambio de comportamientos y actitudes en consonancia con las continuas transformaciones del marco institucional que le rodea. Esta sincronización le va a repercutir en una constante aceptación por parte los participantes en la empresa y de la sociedad en general, lo cual desembocará, después de periodos de observación en la reputación de la firma.

3. TEORÍA DE LA AGENCIA. ENFOQUE *STAKEHOLDERS*

Para el estudio de la reputación empresarial, que hemos definido como la percepción generalizada de que la empresa resuelve de forma legítima las relaciones con sus participantes tanto en términos de comportamiento como de transparencia informativa, se hace imprescindible tomar como unidad básica de análisis al individuo, que es quien puede generar percepciones y, a partir de éstas, desde un punto de vista agregado, establecer la reputación. Además, el individuo es quien puede sopesar la información que recibe sobre las distintas empresas, de tal forma que mejore y amplíe sus oportunidades en la contratación (Jensen y

Mecking, 1994). Por otro lado, los individuos son los brazos ejecutores de la “ficción legal” que es la empresa y, por tanto, responsables últimos del comportamiento que tenga la firma con sus participantes². A la vez, la definición propuesta de reputación corporativa nos reclama un marco teórico que tenga las herramientas necesarias para el análisis de las relaciones de la empresa con sus participantes. En este sentido, la Teoría de la Agencia emerge como la perspectiva más adecuada (Jensen, 1986) para el análisis del objeto de nuestro trabajo. La proposición central de este marco conceptual es que los individuos racionales y autointeresados, siempre tienen incentivos para reducir o controlar los conflictos de intereses y reducir las pérdidas que éstos generan, ya que pueden repartirse entre los agentes los beneficios o el ahorro de costes logrado (Jensen, 1994).

En esencia, este planteamiento nos descubre a la empresa en una continua dinámica de negociación entre los participantes que, regulada por la dirección, imprime movimiento en la amalgama contractual en función de las modificaciones en el reparto del poder negociador relativo de los distintos *participantes* y desemboca en la redacción de los contratos y el establecimiento de las salvaguardias para cada uno de los aportantes de recursos. Nuestro análisis propone a la reputación como mecanismo de alineación de intereses entre todos los participantes de la red contractual organizativa, ya que los recursos ahorrados en la salvaguardia de la empresa honesta, benefician a los *participantes* con los que contrata, los costes de transacción se reducen y los beneficios son compartidos entre sus participantes (Jones, 1995).

3.1. EMPRESA COMO NEXO DE CONTRATOS. EL PAPEL CENTRAL DE LA DIRECCIÓN

La empresa se caracteriza por albergar en su interior una combinación heterogénea y mutuamente específica (Rajan y Zingales, 1998 y 1999) de recursos, cuyos propietarios tienen objetivos independientes y cooperan para la causación de una actividad colectiva (Alchian y Demsetz, 1972). En realidad, no son sino individuos relacionándose con otros individuos a través del “marco legal” de la empresa, que les permite internalizar las externalidades de recursos cuyo mercado de referencia es imperfecto o inexistente.

Desde estos planteamientos, se intentan hacer compatibles los comportamientos cooperativos en la empresa con la persecución de los intereses personales, sugiriendo a “la empresa como un equipo cuyos miembros actúan según su propio interés pero conscientes de que sus destinos dependen, en alguna medida, de la supervivencia del equipo en su competencia con otros equipos” (Fama, 1980: 289). Sin embargo, la existencia de asimetrías en la distribución de información supone un gran freno a esta actitud de cooperación, ya que es posible que conduzca a comportamientos oportunistas por parte de los más informados (Giner, 1997).

Con el fin de eludir ser objeto de estos comportamientos oportunistas, los participantes buscarán informarse sobre los posibles contratantes y seleccionarán aquél que mayor confianza les sugiera. Después, a través de la redacción de los contratos y sus mecanismos de salvaguardia, los *aportantes de recursos* buscan protegerse de las acciones y contratos de otros participantes, y así evitar que se sacrifique el cumplimiento de sus demandas para incrementar la satisfacción de los intereses de otros (Freeman y Evan, 1990). Esta interconexión entre los contratos ratifica la concepción de la empresa como una ficción legal (Jensen y Meckling,

1976), que sirve de nexo en las relaciones contractuales entre los individuos, mediante las cuales los participantes establecen las formas de interacción entre sus recursos para la obtención de ventajas competitivas y determinan el reparto de valor creado (Fama, 1980).

Además, como cada grupo puede invertir en activos específicos y ser acreedor de información asimétrica que afecta al resto de los participantes, deben diseñarse mecanismos de salvaguardia dentro del entramado contractual (Freeman y Evan, 1990). Estos mecanismos pueden ser internos a la propia relación contractual, los diseñados de forma específica por las partes contratantes para una transacción particular, o externos, que son los que afectan de forma genérica a todas las relaciones que pertenecen a un mismo mercado. Siguiendo otro criterio, las cláusulas contractuales pueden ser explícitas o implícitas, las primeras son las formalizadas de forma escrita en el contrato, lo que les dota de una gran seguridad jurídica. Sin embargo, la naturaleza nebulosa y contingente de las relaciones, la limitada racionalidad humana y la incertidumbre del entorno, hacen muy difícil la formalización completa de los contratos y obligan a la aparición de las relaciones implícitas, que consisten en expectativas compartidas por las partes sobre la relación establecida. Por su naturaleza inmaterial, no tienen reconocimiento legal y su defensa resulta difícil ante un tribunal, lo cual las hace depender de otros mecanismos, como el miedo de las partes a romperlos porque esto perjudicaría su reputación y, en última instancia, su capacidad para contratar (Cornell y Shapiro, 1987; Cremer, 1986).

El carácter repetitivo de las relaciones entre los miembros de la organización, aumenta la capacidad de compromiso mutuo para que las expectativas sobre la continuidad de la relación se refuercen continuamente (Salas, 1993), de tal forma que se genera un aprendizaje recíproco que perfecciona el contrato en cada iteración, e introduce un aspecto dinámico en los contratos. De hecho, en el caso de relaciones mantenidas durante períodos largos, la reiteración en los contratos establecidos en períodos anteriores con los mismos *participantes*, o con otros que puedan conocer su comportamiento con los anteriores, contribuirá a incentivar un comportamiento honrado en sus relaciones contractuales y, de esta forma, fomenta la construcción de la reputación (Dobson, 1989, 1991).

La reputación corporativa, objeto de análisis de nuestra investigación, interviene en las relaciones económicas antes de la firma del contrato, como una señal que informa a los mercados del comportamiento mantenido por la empresa en el pasado, que disminuye los costes de información de sus potenciales participantes y, en el desarrollo de las relaciones contractuales, va a ejercer como mecanismo de salvaguardia que garantiza el cumplimiento de las cláusulas implícitas y explícitas del contrato, en el sentido de que la empresa que no satisfaga las expectativas de sus participantes perderá las ventajas que le reporta la reputación, de manera que también se atenúa la necesidad de otros mecanismos alternativos que supondrían un coste añadido. Este carácter dual de la reputación, como señal informativa y garante de los contratos, le permite disfrutar a la empresa de mejores recursos, cuyos propietarios llegan a la empresa atraídos por las menores incertidumbres sobre el comportamiento futuro de la firma.

Dentro de la empresa, algunos participantes tienen una especial responsabilidad en la protección de los intereses de otros grupos con los que trabaja la compañía. Los auditores o contables tienen una responsabilidad especial con los prestamistas, gobierno, accionistas y hasta sus propios compañeros; los ingenieros, por su parte, la tienen con los clientes en el diseño de productos seguros; etc. La dirección merece una mención especial por estar situada

en el centro de la red contractual y su destacado papel como intermediario en las relaciones económicas entre los participantes de la empresa. Por el lugar estratégico que ocupa dentro de la nebulosa contractual, la gerencia disfruta de mayor información que el resto de los participantes, lo cual le faculta para la toma de decisiones en la empresa (Hayek, 1945). El directivo “arrienda” su información a los demás participantes para ayudarles a fijar buenas combinaciones de factores (Fama, 1980; Hill y Jones, 1992), contratar con los recursos necesarios y resolver los inevitables conflictos entre los grupos de *participantes* sobre la distribución del valor creado por la empresa (Clarkson, 1995). Cabe la posibilidad de que la dirección aproveche el desequilibrio informativo en su propio beneficio, o en el de ciertos grupos, a expensas de otros, desatendiendo las exigencias legítimas de algunos (o todos) los *participantes*, lo cual supone un freno a la actitud de cooperación.

En el desempeño de este papel central, la dirección debe tomar las medidas pertinentes para evitar los efectos perversos de la información asimétrica, presentes en todas las relaciones contractuales con los *stakeholders* (Andrés, 1998), y diseñar mecanismos de señalización que den testimonio de su buen comportamiento. Una forma eficiente de comunicarlo es por medio de la reputación corporativa, sintetizada a través del comportamiento pasado de la dirección con los participantes de la empresa³.

Dentro del nexo contractual, cada una de las relaciones tiene distintas características básicas, debido al contenido particular de las demandas legítimas de cada uno de los aportantes de recursos, así como a los diferenciales en el poder negociador entre los mismos. Esta especificidad de las relaciones se materializa en su diferente regulación a través de distintas cláusulas explícitas, implícitas, internas y externas⁴. Es la interrelación que se produce entre los diversos contratos lo que nos lleva a calificarlos como empresa y a definir de una forma global la reputación corporativa.

3.1.1. Las Interrelaciones dentro del nexo contractual

Como el cumplimiento de los contratos establecidos con los participantes puede estar sometido a incertidumbre, el valor de las demandas de éstos es sensible a toda la información referente a la empresa. De esta forma, el incumplimiento de las obligaciones contractuales (explícitas e implícitas) en su relación con un grupo de *stakeholders* llevará a dudar a otros participantes de si serán respetadas sus cláusulas particulares (Cornell y Shapiro, 1987). Por tanto, las políticas y decisiones de una empresa no sólo son visibles para los *stakeholders* afectados, ni tampoco repercutirán únicamente en la reputación de la empresa en ese mercado específico, sino que es probable que afecten a los juicios de otros participantes distintos⁵ de los afectados directamente (Jones, 1995).

Siguiendo con esta argumentación, Cornell y Shapiro (1987) destacan la interrelación entre las decisiones financieras y productivas de la empresa, de manera que una caída en la evaluación de la deuda causará una disminución de las contrapartidas que el resto de los participantes esperan recibir, lo que redundará en una disminución de los precios a los cuales pueden vender los derechos implícitos⁶ en sus respectivos contratos, con la consecuente reducción del cash-flow esperado y la caída del precio que estarán dispuesto a pagar los inversores por las acciones de la compañía. De esta forma, la interrelación entre los contratos de la ficción legal obligan a que los *participantes* financieros consideren la posición de la empresa en los mercados de factores y de productos –incluido el mercado de trabajo–, y los

clientes, proveedores y trabajadores de la entidad, deberán tener en cuenta la situación financiera de la compañía con la que contratan (Azofra y Fernández, 1999). De la misma forma, los mercados de productos y factores se tendrán mutuamente vigilados y a los proveedores y empleados les conviene conocer la posición de la empresa en el mercado de productos y viceversa.

Estas interrelaciones entre los contratos que tienen lugar en la empresa nos llevan a un concepto global de reputación corporativa, en el que se incluye la percepción sobre la actitud de la empresa con todos y cada uno de sus participantes. Desde esta perspectiva contractual, se considera el papel dual de la reputación corporativa: previamente a la formalización del contrato, actúa como señal informativa sobre el posible comportamiento futuro de la empresa, y, con posterioridad a la signación del mismo, funciona como garantía del cumplimiento de las expectativas que ha generado.

4. LOS OBJETIVOS DE LA FIRMA: LA CREACIÓN DE VALOR

La literatura económica refleja un controvertido debate entre las diferentes teorías económicas con relación a los objetivos de la empresa. Cada perspectiva ha enriquecido las aportaciones anteriores adaptándose a las nuevas circunstancias del entorno económico y acercándose a una descripción más realista de la problemática empresarial.

Los estudios de la firma basados en los supuestos del mecanicismo clásico, en su olvido de la dimensión más intelectual y humana de los miembros integrantes, identifican a la empresa con una sola persona individual, el propietario, presuponiendo, en consecuencia, la coincidencia de intereses de todos los participantes en la maximización del beneficio. La unidad en los objetivos empresariales comienza a resquebrajarse con la constatación de la tesis de separación entre propiedad y control (Berle y Means, 1932), lo que llevó a estudiar los problemas de incentivos que surgen de la toma de decisiones en la organización cuando es competencia exclusiva de los directivos no accionistas (Fama, 1980), y al desarrollo de las teorías gerencialistas (Baumol, 1971; Williamson, 1963; Marris, 1963), que reconocen la preponderancia en la empresa de los objetivos del gerente, los cuales se concretan en la búsqueda de la maximización del crecimiento. Sin embargo, si tenemos en cuenta, como argumenta la Teoría de la Agencia, los mecanismos de gobierno que regulan la relación entre la propiedad y la dirección y el desarrollo de los mercados de capitales como mecanismo de supervisión de la actuación de los directivos (Rappaport, 1998), la balanza busca un equilibrio entre los objetivos de los propietarios y de los gerentes. Por último, la ampliación de esta perspectiva contractual introduce todos los participantes y sus objetivos particulares en el análisis, nos lleva a la búsqueda de un objetivo integrador que aúne los objetivos individuales en conflicto, que se concreta en la creación de valor.

4.1. LA CREACIÓN DE VALOR: UN OBJETIVO INTEGRADOR

La reducción de la unidad de la análisis, propuesta por la Teoría de la Agencia, permite realizar un análisis más detallado y realista del funcionamiento interno de la empresa, permite reconocer a todos los aportantes de recursos y sus propios intereses sobre la misma. De hecho, desde esta perspectiva se puede afirmar con cierta rotundidad que “las organizaciones, como

entramados contractuales que son, viven sin tener en sí mismas objetivo propio. Atribuirles objetivos es tan inapropiado como atribuirselos al mercado: ambas realidades son sistemas de relaciones contractuales en busca del equilibrio. Sólo las partes contratantes poseen propiedades antropomórficas, como objetivos o responsabilidad” (Arruñada, 1996: 48).

Desde este punto de vista se ve a la empresa como una coalición de individuos con intereses propios, entre los que se incluyen: los accionistas, cuyo objetivo principal es el beneficio; la alta dirección, con objetivos que abarcan salario, retribuciones no monetarias, fondos de libre disposición, prestigio y poder; los empleados, interesados en sus salarios, condiciones de trabajo y seguridad en el empleo; los clientes, con objetivos de calidad, seguridad y precio; los proveedores, interesados en el cumplimiento de plazos de cobro y el respeto hacia las inversiones específicas, y la Administración pública y la sociedad en general, que también pueden jugar su papel (Grant, 1995; Cuervo, 1996)

En esta línea, el objetivo de la empresa no puede ser otro que creación de valor, que no sólo es coherente (Freeman, 1984), sino que incluye (Cuervo, 1994) todas las demandas legítimas de los distintos participantes que aportan recursos a la organización, ya que, cuanto mayor sea el valor creado, mayores son las posibilidades de retribuir adecuadamente, no sólo a los propietarios y directivos, sino también al resto de los participantes en la compañía, al menos de manera satisfactoria. El objetivo de creación de valor incluye todos los aspectos considerados en los planteamientos anteriores⁷: por una parte considera la renta residual o beneficio para el accionista, permite afrontar el crecimiento con la realización de nuevas inversiones –objetivo del directivo-, e incorpora la parte de riqueza que se dedica a retribuir la participación de los diversos grupos integrados en la empresa - trabajadores, clientes, proveedores, etc.-, en función de su importancia relativa.

Por tanto, la generación de riqueza para los accionistas pasa por la satisfacción de los objetivos del resto de los aportantes de recursos y, a la vez, el cumplimiento de las demandas de las partes involucradas depende de la creación de valor (Andrés, 1998). Así pues, el propio interés impone a los accionistas, y al resto de los participantes, en aras a maximizar el valor de sus derechos en la empresa, colaborar activamente en la tarea común de creación de valor (Rappaport, 1998).

4.2. EL CONFLICTO DEL REPARTO DEL VALOR CREADO

Por un lado, la creación de valor es el objetivo que incluye y armoniza las diversas demandas legítimas de todos y cada uno de los participantes, pero, a la vez, genera un conflicto interno en cuanto a su asignación a las diversas demandas de los distintos aportantes de recursos. Cabe esperar que, cuanto mayor sea el valor creado por la empresa, menos intenso será el conflicto subsiguiente del reparto.

Este conflicto genera en la empresa un continuo proceso de regateo en el que cada participante buscará maximizar la asignación de valor a la satisfacción de sus propias demandas. Pero el poder de negociación no está repartido de forma equitativa entre todos los *participantes*, aquéllos que posean derechos residuales de control sobre algún recurso específico (Rajan y Zingales, 1998), o sean acreedores de información asimétrica, gozarán de

preponderancia sobre el resto de los participantes en la empresa. Esto es, la particularidad de un recurso le permitirá a su propietario negociar cláusulas de incentivos y salvaguardias privilegiadas que le incentiven a seguir invirtiendo, lo que redundará en una mayor eficiencia de la empresa (Rajan y Zingales, 1998) y, por otra parte, los poseedores de información asimétrica, gozarán de un margen de discrecionalidad “oportunista”⁸ para alcanzar una mejor asignación de riqueza para sus propios objetivos. Mientras el poder de negociación de los primeros es explícito y legítimo, y reconocido por el resto de los participantes en la empresa, el de estos últimos es implícito e ilegítimo.

En este proceso de negociación, la dirección, como intermediaria de las relaciones contractuales que tienen lugar en la empresa, ejerce de árbitro para salvaguardar la legitimidad de la distribución. Aunque, a la vez, la información privativa que recibe la gerencia en el ejercicio de este papel central le otorga la posibilidad de designarse, de forma oportunista, una mejor porción en el reparto, o inclinar la distribución hacia un grupo de participantes a expensas de otros, lo que generaría situaciones de inestabilidad. El participante que percibe, a lo largo del tiempo, que no se están atendiendo sus demandas legítimas, buscará alternativas y, en última instancia, intentará abandonar la empresa, poniendo en peligro la continuidad de la misma.

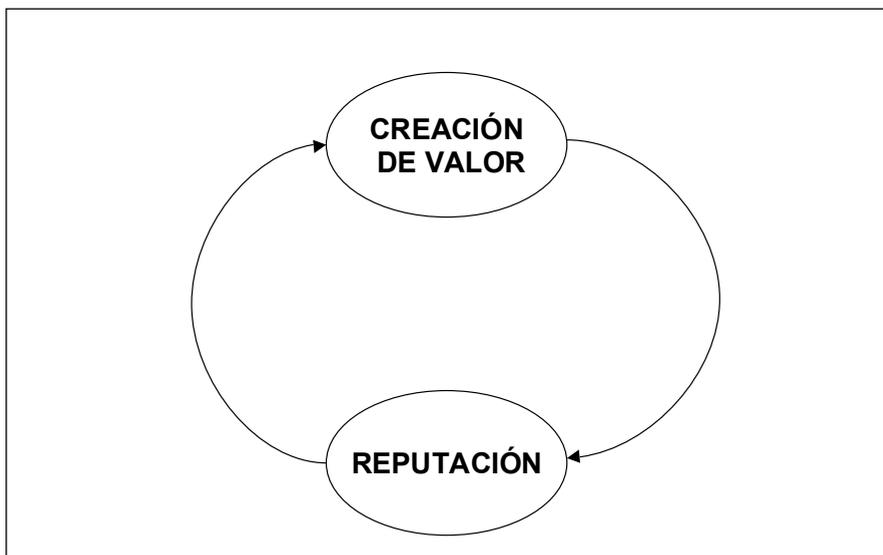
Los participantes de la empresa, para disminuir el margen de discrecionalidad “oportunista” y, por tanto, evitar la posibilidad de comportamiento aprovechado por parte de la gerencia, establecerán mecanismos que les permitan fiscalizar su tarea de arbitraje. Por un lado, en el momento del establecimiento de las cláusulas contractuales y asignación del valor futuro esperado, los propietarios de recursos demandarán información sobre la proporción asignada a cada uno de los participantes y, una vez distribuido el valor, dichos participantes controlarán que el reparto se ha realizado según el compromiso establecido previamente y que los rendimientos no esperados se han asignado siguiendo el criterio de legitimidad.

Por tanto, dentro del nexo contractual existe una vigilancia mutua entre las partes: por un lado, la gerencia, como contraparte en todos y cada uno de los contratos, debe actuar como árbitro en el conflicto del reparto y, por otro lado, cada uno de los propietarios de recursos, debe controlar la distribución establecida por la dirección. La legitimidad de la asignación establecida mantendrá la estabilidad en la empresa e incluso atraerá a nuevos participantes. En caso contrario, los aportantes de recursos abandonarán la empresa y será difícil atraer a otros nuevos.

5. LA RELACIÓN CIRCULAR ENTRE REPUTACIÓN Y CREACIÓN DE VALOR

El arbitraje justo y honesto de la dirección en los conflictos de distribución del valor de la empresa, le confiere una reputación a la misma, que actúa como un mecanismo eficiente de salvaguarda y disminuye los costes de transacción contribuyendo, así, al incremento del valor creado por la entidad. Este aumento de la riqueza se repartirá entre los propietarios de los recursos de la organización, lo cual repercutirá en un aumento de la satisfacción de los participantes y en la consolidación de la reputación corporativa. En el gráfico 1 se expone gráficamente esta doble hipótesis.

Gráfico 1. Relación circular entre reputación y creación de valor.



Fuente: Elaboración propia.

A continuación expondremos cada una de las relaciones por separado. En primer lugar, se analizará cómo el arbitraje legítimo de la dirección en el conflicto del reparto del valor crea y consolida la reputación de la empresa. Después, se estudiará el papel de este activo, como señal informativa y como garantía, en el desarrollo de las relaciones contractuales de la compañía y el valor que crea para la organización.

5.1. REPUTACIÓN CORPORATIVA: PRODUCTO DEL COMPORTAMIENTO LEGÍTIMO DE LA EMPRESA

No podemos olvidar que la reputación, como ya anticipamos más arriba, es un producto de construcción y validación social (Fombrun y Rindova, 1994), que es creada y mantenida a través de un proceso de legitimación, entendiendo que las organizaciones son legítimas cuando son aceptadas por el entorno que las rodea. Desde un punto de vista económico, y particularmente en el ámbito conceptual en que nos situamos, parece adecuado atribuir al marco institucional como consignatario de los criterios por los que la empresa va a ser evaluada. Esta definición evoca la legitimidad como una condición que se genera cuando la empresa respeta el marco institucional en el que se encuadra. Por tanto, la legitimación implica un proceso dinámico por el cual la empresa busca perpetuar su aceptación, evolucionando de forma acompasada con los cambios en las normas y valores sociales (Carroll, 1996). En consecuencia, la reputación corporativa es la percepción, a lo largo del tiempo, de que la

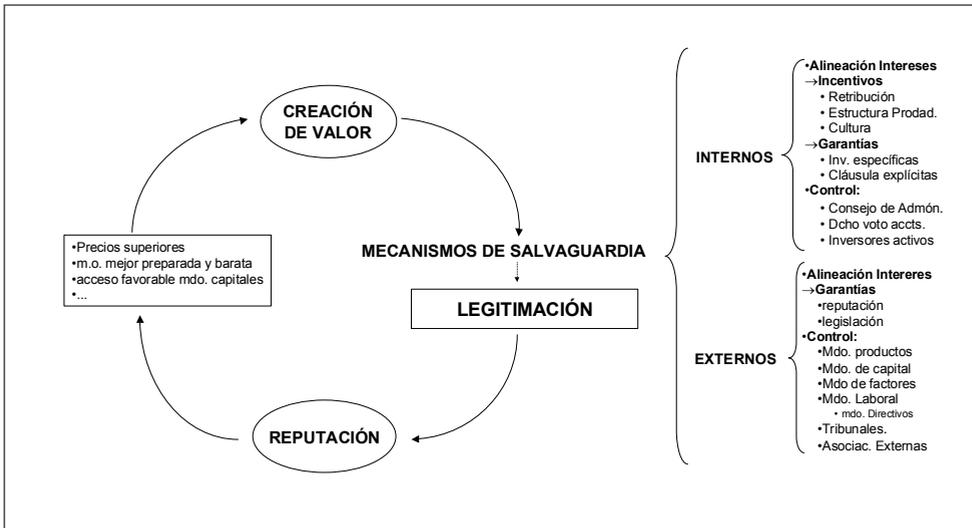
empresa mantiene una actitud legítima con todos y cada uno de sus participantes, tanto en términos de comportamiento como de transparencia informativa.

Cada una de las decisiones que toma la gerencia en nombre de la empresa afectan a las condiciones de explotación de cada uno de los recursos y a su potencial contribución a la creación de ventajas competitivas, en este sentido, suponen un continuo reparto del valor creado por la empresa. La dirección puede utilizar de forma oportunista la posición privilegiada que tiene en la toma de decisiones e inclinar la distribución del valor a su favor, o al de algunos propietarios de recursos y perjudicar otros, que no conseguirán satisfacer sus expectativas. La distribución del valor siguiendo criterios distintos al de legitimidad será percibida por los participantes afectados y el mercado, lo cual provocará la huida de los *participantes* desfavorecidos actuales y el rechazo de los potenciales. Es más, este incumplimiento de los contratos (explícitos e implícitos) de la empresa con uno de sus participantes les llevará a otros a dudar del respeto a sus cláusulas implícitas.

Para garantizar su legitimidad, y la consiguiente reputación de la organización, la empresa puede dedicar recursos para crear mecanismos de salvaguardia que reduzcan el conflicto y faciliten la transparencia informativa que evita el desincentivo hacia el comportamiento honrado⁹. De esta forma, se reducen las posibilidades de comportamientos oportunistas por parte de los gerentes con el resto de los propietarios de recursos, a corto y medio plazo, y se favorece la cooperación. Por medio de estas salvaguardias internas, la empresa debe promover el respeto a la legislación, obligada en última instancia por los tribunales, e incluso ir más allá y diseñar los mecanismos internos precisos para inducir a la dirección hacia decisiones y políticas que favorezcan la reputación de la empresa y la sitúen en una posición privilegiada en los mercados de factores, productos y capitales, que ejercen el control definitivo de la empresa. Este control del mercado se ve facilitado por colectivos que han desarrollado estructuras que facilitan la acumulación y el análisis de información y favorecen el proceso de legitimación, algunos ejemplos pueden ser las agencias de calificación de deuda, las asociaciones de consumidores, los sindicatos o las asociaciones ecologistas, que dando publicidad a la información que detentan, fomentan el equilibrio de información y, por ende, la honestidad en los contratos.

Ciertas actividades de los *participantes* pueden ser observadas como un proceso de ratificación. Cuando los prestamistas conceden una petición a la empresa, cuando un consumidor compra los productos de la compañía y los empleados deciden seguir trabajando en la misma, están dando, al menos, un voto parcial de confianza a la dirección (Brummer, 1991). Posteriormente, en el desarrollo de la relación contractual, aparecen externalidades a la propia transacción que favorecen el proceso de legitimación de la empresa y reputación de la misma, o la entorpecen. En la parte derecha del gráfico 2 se muestra la legitimidad de los repartos del valor creado en la empresa, favorecida por los mecanismos de salvaguardia, internos y externos, de las relaciones contractuales que tienen lugar en la empresa, como un paso intermedio en la relación entre creación de valor y reputación.

**Gráfico 2. Relación circular entre reputación y creación de valor.
Reputación producto del proceso de legitimación de la empresa.**



Fuente: Elaboración propia.

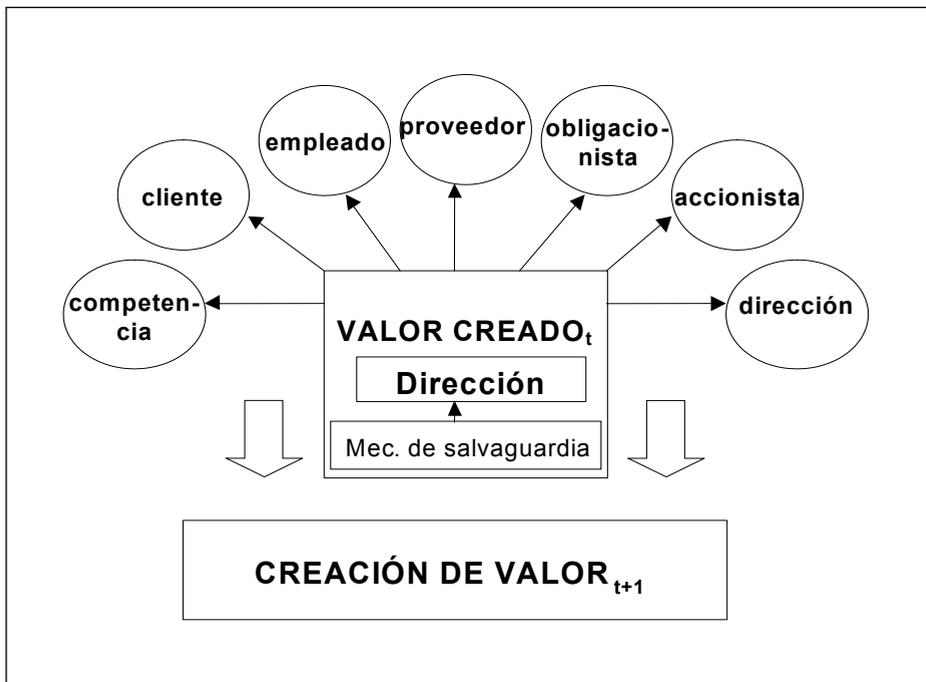
5.2. REPUTACIÓN CORPORATIVA: SEÑAL INFORMATIVA Y SALVAGUARDIA DE LA COOPERACIÓN

La reputación corporativa es un mecanismo eficiente en la disminución de asimetrías de información¹⁰ e intereses entre la gerencia y los demás recursos de la organización, que asegura el cumplimiento de los contratos y evita comportamientos oportunistas de la dirección con los recursos de la empresa y disminuye los costes de transacción (Akerlof, 1970; Milgrom y Roberts, 1992). Su mantenimiento permite a la empresa disfrutar de unos precios superiores (Klein y Leffler, 1981; Milgrom y Roberts, 1986b), contratar trabajadores mejor preparados (Stigler, 1962) en mejores términos (Williamson, 1985), tener un acceso favorable al mercado de capitales (Milgrom y Roberts, 1986a, Beatty y Ritter, 1986) y, por tanto, contribuir al objetivo empresarial de creación de valor. Así llegamos a la afirmación de Alchian y Demsetz (1972: 150) “la reputación de *honestidad* en los negocios significa más riqueza” (ver gráfico 2).

El disfrute de todas estas ventajas crea un incentivo en la gerencia para comportarse de forma adecuada y seguir manteniendo la calidad en sus productos, proponiendo repartos justos y adecuados de las cuasi-rentas generadas, cumpliendo los pagos puntualmente y demás cláusulas contractuales en sus relaciones en el mercado y dentro de la organización, lo que a la vez supone una garantía para los propietarios de recursos, sobre todo aquellos que hayan realizado inversiones específicas en la empresa.

Es más, a cada participante le conviene que la empresa cree y mantenga la reputación de la empresa, no sólo con él mismo, sino con el resto de los propietarios de recursos, porque esto redundará en un aumento del valor creado y, por tanto, incrementará las posibilidades de satisfacer sus propios intereses en el posterior reparto. Con lo que cada propietario de recursos que tenga expectativas de cooperación reiterada, tendrá incentivos de explotar sus talentos de forma respetuosa en la protección de los intereses legítimos del resto de los grupos de la empresa, y de presionar para el fortalecimiento de los mecanismos que obliguen a la dirección a un reparto justo del valor creado, y cooperar así en la construcción de la reputación corporativa y en la creación de riqueza en períodos subsiguientes. En el gráfico 3 se muestra cómo la satisfacción de los participantes con las asignaciones obtenidas en el reparto del valor influye en la creación de valor de la empresa en períodos posteriores. La gerencia, condicionada por los mecanismos de salvaguardia de los contratos, ejerce su papel de árbitro en el reparto del valor creado por la empresa.

Gráfico 3. La influencia del reparto del valor creado en este período en la creación de valor de los períodos siguientes.



Fuente: Elaboración propia.

6. UNA REFLEXIÓN FINAL

Para el estudio de la reputación empresarial se hace imprescindible tomar como unidad básica de análisis al individuo, que es quien puede generar percepciones y, a partir de éstas, establecer, desde un punto de vista más agregado, la reputación. Por otro lado, los individuos son los brazos ejecutores de la empresa y, por tanto, responsables últimos del comportamiento de la misma. En este sentido, la Teoría de la Agencia emerge como la perspectiva más adecuada para el análisis del objeto de nuestro trabajo.

Desde esta perspectiva se entiende a la empresa como una miscelánea contractual, que se mantiene en una continua tensión entre actitudes de cooperación de sus *participantes* para la creación de valor y comportamientos competitivos que se generan en su reparto. La gerencia debe arbitrar esta dinámica de la empresa de tal forma que cada aportante de recursos obtenga una asignación que satisfaga sus demandas legítimas. Aunque, a la vez, la información privativa de la que disfruta la gerencia, junto con la gran discrecionalidad que mantiene en el ejercicio de este papel central, le otorgan la posibilidad de aprovecharse y establecer desequilibrios en el reparto del valor.

Dentro del nexo contractual, la reputación corporativa actúa, antes de la formalización del contrato, como un mecanismo de señalización, que informa del grado de cumplimiento, en iteraciones anteriores, de los contratos implícitos y explícitos de la compañía con sus participantes. Esto le va permitir a la empresa captar mejores recursos en condiciones favorables, los cuales llegan atraídos por el ahorro de costes de búsqueda de información y sabedores de que la reputación en el desarrollo de los contratos va a suponer una garantía, ya que la empresa que no satisfaga las expectativas de sus participantes perderá el capital acumulado en este activo. De esta manera, la reputación, o el disfrute de las ventajas que de ella derivan, va a contribuir a la creación de valor, objetivo en el que confluyen los intereses de todos los participantes. Sin embargo, en el momento de su reparto, el conflicto de intereses se pone de manifiesto y cada uno buscará la satisfacción de sus demandas. Cabe esperar que, cuanto mayor sea la creación de valor de la firma, el conflicto que se deriva sea más relajado, ya que hay más posibilidades de satisfacer, e incluso superar, todas las demandas legítimas de los participantes y que, de esta forma, se fortalezca la reputación de la empresa. El juego de esta doble relación entre las variables, genera una espiral ascendente de reputación-creación de valor, que revierte en una mayor satisfacción de todos los participantes en la compañía. Por un lado, la garantía de los contratos aumenta a medida que la reputación de la empresa se va acumulando, a la vez, que, el incremento probable de valor permite asignaciones más satisfactorias para todos los participantes que, a su vez, consolidan la reputación corporativa.

Por tanto, nuestro análisis trata de ilustrar que la reputación corporativa, sedimentada a través de las percepciones en los distintos mercados de referencia, es el catalizador del proceso de alineación de intereses entre todos los participantes de la red contractual, si los recursos ahorrados en la salvaguardia de la empresa con fama de honesta, benefician a todos los *participantes* con los que contrata, dado que los costes de transacción se reducen y los beneficios son compartidos entre sus participantes. De esta forma, las partes contratantes están interesadas en el diseño de salvaguardias internas que obliguen a los aportantes de recursos a relacionarse manteniendo un reparto legítimo del valor creado, para que se inicie esta espiral creadora y aumente la satisfacción de todos los participantes.

BIBLIOGRAFÍA

- AKERLOF, G.A. (1970): "The market for 'lemons': Quality under uncertainty and the market mechanism", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, August, pp. 448-500.
- ALCHIAN, A.A. y DEMSETZ, H. (1972): "Production, information cost, and economic organization", *American Economic Review*, Vol. 62, Nº 5, pp. 777-795. [En BANEY, J.B. y OUCHI, W.G. (1986): *Organizational economics*, Jossey-Bass Publishers, San Francisco.]
- ANDRÉS, P. (1998): *Contratos, recursos y creación de valor. Un análisis de la empresa española*. Secretariado de Publicaciones e Intercambio Científico, Universidad de Valladolid.
- ARRUÑADA, B. (1996): "Análisis contractual de la empresa: Una introducción aplicada", *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, Vol. 5, Nº 3, pp. 41-56.
- AZOFRA, V. (1995): "Sobre el análisis financiero y su nueva orientación". *Anales de estudios económicos y empresariales*, Vol. 10, pp. 9-27.
- AZOFRA, V. y FERNÁNDEZ, A.I. (1999): "Las finanzas empresariales 40 años después de las proposiciones de MM. Teorías y realidades". *Papeles de Economía Española*, 78-79, pp. 122-144.
- BAUMOL, W.J. (1971): "Chamberlin's impact on microeconomic theory". En TOWNSEN (ed.): *Price Theory*. Ed. Penguin Modern Economics Readings: 288-319 [Traducido en "Modelos de competencia económica", *Revista Española de Economía* (1979): Vol. 9, Nº 2, pp. 249-227.].
- BEATTY, R. y RITTER, J. (1986): "Investment banking reputation, and the underpricing of initial public offerings", *Journal of Financial Economics*, Vol. 15, pp. 213-232.
- BERLE, A.A. y MEANS, G.C. (1932): *The modern corporation and private property*, Mcmillan Publishing co, New York.
- BRUMMER, J.J. (1991): *Corporate responsibility and legitimacy*, Greenwood Press.
- CARROLL, A.B. (1996): *Business & society: Ethics and stakeholder management*, Southwestern.
- CLARKSON, M.B.E. (1995): "A stakeholder framework for analysing and evaluating corporate social performance", *Academy of Management Review*, Vol. 20, pp. 92-117.
- CORNELL, B. y SHAPIRO, A.C. (1987): "Corporate stakeholders and corporate finance". *Financial Management*, Vol. 16, Spring, pp. 5-14.
- CREMER, J. (1986): "Cooperation in ongoing organizations". *The Quarterly Journal of Economics*, February, pp. 33-49.
- CUERVO, A. (1994): *Análisis y planificación financiera de la empresa*, Ed Civitas, Madrid.
- CUERVO, A. (Dtor.) (1996): *Introducción a la administración de empresas*, 2ª ed, Ed Civitas, Madrid.
- DAVIS, L.E. y NORTH D.C. (1971): *Institutional change an american economic growth*, Cambridge University Press, Cambridge, Inglaterra.
- DiMAGGIO, P.J. y POWELL, W.W. (1983): "The iron cage revisited: Institutional isomorphism and collective rationality in organizational fields", *American Sociological Review*, Vol. 48, pp. 147-160.
- DOBSON, J. (1989): "Corporate reputation: A free-market solution to unethical behaviour", *Business and Society*, Spring, pp. 1-5.
- DOBSON, J. (1991): "Management reputation: an economic solution to the ethics dilemma", *Business and Society*, Spring, pp. 13-20.
- DOWLING, J. y PFEFFER, J. (1975): "Organizational legitimacy: Social values and organizational behaviour", *Pacific Sociological Review*, Vol.18, pp. 122-136.
- FAMA, E.F. (1980): "Banking in the Theory of Finance", *Journal of Monetary Economics*, Vol. 6, pp. 39-57.
- FELDMAN, M., y MARCH J.G. (1981): "Information in organizations as signal and symbol", *Administrative Science Quarterly*, Vol. 26, pp.171-186.
- FOMBRUN, C., y RINDOVA V. (1994): *Reputations as cognitive constructions of competitive advantage*. Paper presented at the Conference on the Cognitive Construction of Industries, Chicago, IL.
- FREEMAN, R.E. (1984): *Strategic management: A stakeholder approach*, Pitman, Boston.
- FREEMAN, R.E., y EVAN, W.M. (1990): "Corporate governance: a stakeholder interpretation". *The Journal of Behavioral Economics*, Vol. 19, Nº 4, pp. 337-359.
- GAINES-ROSS, L. (2000): "CEO reputation: A key factor in shareholder value", *Corporate Reputation Review*, Vol. 3, Nº 4, pp. 366-370.
- GINER, B. (1997): "Incentivos y motivación en el contexto de la teoría de la red contractual: El papel de la información financiera". *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, Vol. 6, Nº 2, pp. 143-156.
- GOFFMAN, E. (1969): *Strategic Interaction*, University of Pennsylvania Press, Philadelphia, PA.
- GRANT, R.M. (1995): *Contemporary strategy analysis: concepts, techniques, applications*. (2nd ed.). Backwell, Cambridge, Mass. [Traducido en GRANT, R. (1996): *Dirección estratégica: conceptos, técnicas y aplicaciones*, Ed. Civitas, Madrid]
- HALL, R. (1992): "The strategic analysis of intangible resources", Vol. 74, Nº 13, pp. 135-144.
- HALL, R. (1993): "A framework linking intangible resources and capabilities to sustainable competitive advantage", *Strategic Management Journal*, Vol. 14, pp. 607-618.

- HANNAN, M. y FREEMAN, J. (1977): "The population ecology of organizations", *American Journal of Sociology*, N° 83, pp. 929-984.
- HAYEK, F. A. (1945): "The use of knowledge in society", *American Economic Review*, Vol.35, N° 4, pp. 519-530.
- HILL, C.W.L. y JONES, T.M. (1992): "Stakeholder- Agency Theory", *Journal of Management Studies*, Vol. 29, N° 2, pp. 131-154.
- ITAMI, H. y ROEHL, T.W. (1987): *Mobilizing invisible assets*, Harvard University Press, Cambridge, MA.
- JENSEN, M.C. (1986): "Agency cost of free cash flow, corporate finance and takeovers", *American Economic Review*, Vol. 76, N° 2, pp. 323-329.
- JENSEN, M.C. (1994): "Self-interest, altruism, incentives and agency theory", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 7, N° 2, pp. 40-45.
- JENSEN, M.C. y MECKLING, W. (1976): "Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol 3, N° 4, pp. 305-360.
- JENSEN, M.C. y MECKLING, W. (1994): "The nature of man", *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 7, N° 2, pp. 4-19.
- JONES, T.M. (1995): "Instrumental stakeholder theory: a synthesis of ethics and economics", *Academy of Management Review*, Vol. 20, N° 2, pp. 404-437.
- KLEIN, B. y LEFLER, K. (1981): "The role of market forces in assuring contractual performance", *Journal of Political Economy*, Vol. 89, pp. 615-641.
- KOSTOVA, T. y ZAHEER, S. (1999): "Organizational legitimacy under conditions of complexity: The case of the multinational enterprise", *Academy of Management Review*, Vol. 24, N° 1, pp. 64-81.
- LÓPEZ, F.J. (1995): *Determinantes de la inversión en la gran empresa española bajo condiciones de restricciones financieras*. Secretariado de Publicaciones e Intercambio Científico, Universidad de Valladolid.
- MARRIS, R (1963): "A model of the 'managerial' enterprise", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 2, mayo, pp. 185-210. [Traducido en MARRIS, R (1979): "Un modelo de la función directiva de la empresa", *Revista Española de Economía*, Vol. 9, N° 2, pp. 249-277.]
- MEYER, J.W. y ROWAN, B. (1977): "Institutional organizations: Formal structure as myth and ceremony", *American Journal of Sociology*, Vol. 80, pp. 340-363.
- MILGROM, P. y ROBERTS, J. (1986a): "Relying on the information of interested parties", *Rand Journal of Economics*, Vol. 17, pp. 18-32.
- MILGROM, P. y ROBERTS, J. (1986b): "Price and advertising signals of product quality", *Journal of Political Economy*, Vol. 94, pp. 796-821.
- MILGROM, P. y ROBERTS, J. (1992): *Economics, organization and management*. Prentice Hall [Traducido en MILGROM, P., y ROBERTS, J. (1993): *Economía, organización y gestión de la empresa*, Ariel Economía, Barcelona.]
- PARSONS, T. (1960): *Structure and process in modern societies*. Englewood Cliffs, N.J.: Prentice Hall.
- QUEVEDO, E. (2003): *Reputación y creación de valor*, Ed. Thomson, Madrid.
- RAJAN, R. G. y ZINGALES, L. (1998): *The Governance of the New Enterprise*. University of Chicago working paper. <http://gsblgz.uchicago.edu>.
- RAJAN, R. G. y ZINGALES, L. (1999): *The firm as a dedicated hierarchy: A theory of the origin and growth of firms*. University of Chicago working paper. <http://gsblgz.uchicago.edu>.
- RAO, H. (1994): "The social construction of reputation: certification contest, legitimation, and survival of organizations in the american automobile industry: 1895-1912", *Strategic Management Journal*, Vol. 15, pp. 29-44.
- RAPPAPORT, A. (1998): *La creación de valor para el accionista*, Ediciones Deusto, Bilbao.
- SALAS, V. (1993): "La empresa en el análisis económico", *Papeles de Economía Española*, Vol. 57, pp. 126-148.
- SCHNEIDER, B. y BOWEN, D.E. (1985): "Employee and Customer Perceptions of Service in Banks: Replication and Extension", *Journal of Applied Psychology*, Vol. 70, N° 3, pp. 423-433.
- SCOTT, W.R. (1995): *Institutions and organizations*, Sage, Thousand Oaks, CA.
- STIGLER, G.J. (1962): "Information in the labor market", *Journal of Political Economy*, Vol. 70, pp. 49-73.
- SUCHMAN, M. (1995): "Managing legitimacy: Strategic and institutional approaches", *Academy of Management Review*, Vol. 20, pp. 571-610.
- WEBER, M. (1968): *Economy and Society: An Interpretive Sociology* (First published in 1922) Guenther Roth and Claus Wittich, eds. Bedminister Press, New York.
- WEIZSACKER, C.C.VON (1980): *Barriers to entry*, Springer- Verlag, New York.
- WILLIAMSON, O.E. (1963): "Managerial discretion and business behaviour", *American Economic Review*, Vol. 53, N° 5, pp. 1032-1057. [Traducido en "Discrecionalidad de la función directiva y el comportamiento de los negocios" (1979), Vol. 9, N° 2, pp. 219-247.]
- WILLIAMSON, O.E. (1985): *The economics institutions of capitalism: firms, markets, relational contracting*. The Free Press, New York. [Traducido en Williamson (1989): *Las instituciones económicas del capitalismo*. Fondo de Cultura Económica, s.a. Mexico D.F.]
- WILLIAMSON, O.E. (1990): "The firm as a nexus of treaties", en Aoki, M; Gustafson, B. y Williamson, O. E. (Eds.), *The firm as a nexus of treaties*. Sage Publ., London.
- ZINGALES, L. (1997): *Corporate Governance*. NBER working paper series, 6309. <http://www.nber.org/papers/w6309>

NOTAS

¹ Dentro de la perspectiva económica que anima nuestra investigación, la Teoría de la Agencia va a ser el marco teórico que va a hacer de hilo conductor de nuestro análisis y desde el cual la referencia al marco institucional es adecuada e, incluso, inevitable.

² Para entender plenamente el comportamiento del individuo en sus relaciones contractuales se deberán tener en cuenta no sólo los conflictos de intereses originados por la divergencia de intereses de las partes contratantes, sino además, se debe prestar atención a los problemas de autocontrol del individuo (Jensen, 1994). En nuestro análisis sólo se tendrá en cuenta el conflicto externo, posponiendo el estudio del conflicto interno a futuras ampliaciones del trabajo.

³ En este sentido, algunos autores (Gaines-Ross, 2000) consideran que la reputación del director general condiciona las expectativas y percepciones de los participantes actuales o potenciales sobre la empresa y que, por tanto, es una herramienta muy importante para la creación de valor.

⁴ Para una reflexión detallada de todos estos aspectos para cada una de las relaciones contractuales con los distintos aportantes de recursos, véase Quevedo (2003).

⁵ Schneider y Bowen (1985) encuentran relación entre las percepciones de los empleados sobre las políticas de personal de la empresa y las actitudes de sus clientes hacia el servicio.

⁶ El valor de los derechos explícitos también podría deteriorarse, aunque éstos conllevan un menor riesgo, ya están formalizados y son exigibles legalmente, salvo en situaciones extremas de quiebra o insolvencia de la compañía.

⁷ Si nos detenemos en el estudio de los indicadores de creación de valor, concretado de forma operativa en el ratio <<q>> resultante de la aplicación de la teoría Q de Tobin a la valoración de la empresa, su desagregación nos permite ver reflejados los intereses, no sólo de los accionistas, sino de todos los participantes de la empresa en este objetivo globalizador de la creación de valor (Azofra, 1995).

⁸ La citada tendencia de los directivos a sobreinvertir en el crecimiento es una manifestación de este problema (Zingales, 1997).

⁹ Si los agentes no disponen de la información, ni ex-ante ni ex-post, para evaluar si la otra parte contratante está cumpliendo adecuadamente las condiciones pactadas, desaparece el incentivo a comportarse honestamente (López, 1995).

¹⁰ El principio de extrapolación se revela como uno de los más eficientes, se entiende por tal fenómeno como aquel por el “que los individuos extrapolan el comportamiento de otros a partir de las observaciones del pasado y que esta extrapolación es estabilizadora porque provee un incentivo para que otros realicen estas expectativas [...] Observando el comportamiento de otros en el pasado, podemos pronosticar confiadamente su comportamiento en el futuro sin incurrir en nuevos costos” (Weizsacker, 1980: 72-73, citado por Williamson, 1985).

La Revista *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa* recibió este artículo el 10 de diciembre de 2003 y fue aceptado para su publicación el 10 de enero de 2005.

