

## «Teoría de los partícipes y ciudadanía empresarial: una perspectiva pluralista del gobierno de las compañías»

El objetivo del artículo es presentar una síntesis del contenido, las aportaciones y el debate en torno al modelo stakeholder o pluralista de firma. Este modelo se orienta a la creación de riqueza para el conjunto de los partícipes afectados por la actividad de la misma, lo cual lleva a enlazarlo con el concepto de «ciudadanía empresarial» —una visión amplia de la responsabilidad social de las compañías—. Para ello, se presentan el origen y las bases de dicho modelo, ofreciendo una doble argumentación: desde la perspectiva de la ética de los negocios y a partir de algunos desarrollos recientes en el análisis económico. En este último sentido, se hace hincapié en la diversidad de partícipes que realizan inversiones específicas en la empresa y, por tanto, asumen riesgos; la importancia de entender la organización empresarial como una red de recursos críticos complementarios e interrelacionados, unidos por «contratos relacionales» basados en la confianza; y la necesidad de «internalizar» los efectos externos generados por las compañías. Además, se presta atención a algunos de los puntos más debatidos en torno a ese enfoque: qué ha de entenderse por partícipe; cuáles podrían ser las estructuras y procedimientos institucionales para su aplicación práctica; hasta qué punto puede funcionar razonablemente y con resultados evaluables.

*Idazlanaren helburua stakeholder edo sinadura askotariko ereduaren edukia, ekarpenak eta beraren inguruan sortu den eztabaida labur aurkeztea da. Eredua hori aberastasuna jardueraren eragina izaten duten partaide guztientzat sortzera dago orientatuta eta horrek lotura dauka «enpresa herritartasuna» kontzeptuarekin —konpainien gizarte erantzukizunaren ikuspegi zabal bat—. Horretarako, eredu horren jatorria eta oinarriak aurkeztu dira, bi arrazoibide eskaini direlarik: negozioen etikatik eta ekonomiaren analisisian egin berri diren zenbait garapenetatik. Azken zentzu horretan, nabarmendu da enpresan berriazko inbertsioak egiten eta, beraz, arriskuak hartzen dituzten partaideak oso ezberdinak direla; enpresaren antolakuntza osagarriak diren eta erlazioetatuta dauden baliabide kritikoen sare gisa ulertu behar dela, konfiantzan oinarritutako «erlazio kontratuek» lotuta; eta konpainiek sortutako kanpo eraginak barnerratu behar direla. Halaber, arreta jarri da ikuspegi honetako alderdi eztabaidatuenetako batzuetan: zer ulertu behar da partaide esaten denean; zer egitura eta prozedura erabili beharko liriteke ikuspegi hori praktikan jartzeko; zer neurritaraino funtziona daiteke ongi eta emaitza ebaluagarriekin.*

The objective of this article is to present a synthesis of the content, the contributions and the discussion on the stakeholder or pluralist corporate model. This model is oriented towards the wealth creation for the whole of the stakeholders affected by the activity thereof, which connects it with the concept of «corporate citizenship»- an ample vision of the social responsibility of companies. In order to do so, a presentation is made of the origin and the bases of this model, offering two justifications: on the one hand, from business ethics; on the other hand, for several recent developments of economic analysis. In this latter field, there is a special emphasis on the diversity of stakeholders who undertake specific investments in corporations and, therefore, assume risks. Special attention is thus paid on the importance of understanding the firm as a network of interrelated and complementary critical resources, united by «relational contracts» based on trust; and the need to internalise the externalities generated by companies. Furthermore, attention is paid to some of the most debated points in connection to that approach: what is meant by participant; which could the structures and institutional procedures be for its practical application; up to what point it can operate reasonably and with measurable results.

## ÍNDICE

1. Introducción
  2. Perfil general del enfoque *stakeholder* como sistema de gobierno
  3. Una breve aproximación desde la perspectiva de la ética de los negocios
  4. Algunas aportaciones del análisis económico al modelo pluralista de empresa
  5. Principales puntos de debate en torno a la teoría *stakeholder* de la firma
  6. Consideraciones finales
- Referencias bibliográficas

Palabras clave: Gobierno de la empresa, stakeholders, modelo pluralista de empresa, ética.  
Clasificación JEL: G32, G34, K22, M14

Los inversores institucionales del Reino Unido y de Estados Unidos se esfuerzan hoy por exportar su forma de gobierno empresarial, fundamentalmente deficiente, a través de los «códigos de buenas prácticas» [...]. Claro está, es políticamente más difícil hacer la transferencia de ideas en sentido contrario, hacia culturas imperiales cuya hegemonía les inviste con la arrogancia de la superioridad.

Shann Turnbull (2002, pág. 20)

### 1. INTRODUCCIÓN

Parece que, en los últimos tiempos, cada década trae sus particulares escándalos en el mundo de los negocios. Durante los pasados años ochenta, los medios de comunicación se hicieron amplio eco de brillantes operaciones de «ingeniería financiera», con frecuencia convertidas poco después en jugosas crónicas judiciales. Ahora, las debacles de Enron o WorldCom —por ejemplo—, han puesto broche de oro al estallido de la burbuja especulativa engendrada por la euforia de los mercados financieros a lo largo de la última década. En este contexto, algún medio de prensa no ha tenido recato en preguntarse si acabarán los capitalistas

con el capitalismo, rememorando así irónicas inquietudes ya manifestadas en otros tiempos de desconcierto y zozobra. A partir de aquí, están emergiendo las reflexiones. Dichas reflexiones, llevadas hasta sus consecuencias finales, tal vez deberían promover un cambio fundamental en determinados pilares del modelo de empresa<sup>1</sup> sobre el que gira nuestro sistema económico. Sin embargo, muchas de las propuestas de reforma recientemente presentadas se limitan a sugerir la

---

<sup>1</sup> A lo largo de este trabajo, por lo general se utilizarán como equivalentes los términos empresa, firma y compañía, salvo cuando precisamente se desee apuntar alguna diferencia entre ellos dentro de un contexto determinado.

aplicación de más dosis de las mismas medicinas, por cuanto comparten *a priori* el núcleo del sistema de gobierno de las compañías reafirmado y difundido desde los países anglosajones en los últimos veinte años.

A decir de Dallas (2002), podemos denominar «nuevo gerencialismo» el estilo de dirección empresarial que se fue imponiendo al hilo de la ola de fusiones y adquisiciones de la década de los ochenta, el aumento de la movilidad del capital en un mercado financiero globalizado, la progresiva influencia de los inversores institucionales y un enfoque del gobierno de las firmas orientado más que nunca a intentar crear el máximo valor para sus propietarios legales —«modelo financiero»—. La mayor atención prestada por los directivos empresariales a la evolución del precio de las acciones también viene motivada por el cuidado de sus intereses personales directos; no en balde, una parte creciente de sus retribuciones está vinculada a dicho precio. Y, consiguientemente, ese nuevo gerencialismo tiene otra vertiente: la «gestión de las ganancias». Ésta es un lógico efecto perverso de lo anterior, por cuanto se basa en la «contabilidad creativa» y la manipulación de los informes financieros de las compañías, en un deseo de influir artificialmente en los precios de los títulos y proporcionar a los analistas bursátiles la satisfacción de ver cumplidas sus profecías de rentabilidad y crecimiento. Tal segunda vertiente del «nuevo gerencialismo» ha sido reconocida por defensores tradicionales del modelo financiero de empresa. Por ejemplo, Fuller y Jensen (2002) admiten ahora que, demasiado a

menudo, muchos directivos establecen la estrategia de su compañía y elaboran los correspondientes estados financieros previsionales con la finalidad de satisfacer el «consenso» vigente al respecto en los mercados de capitales. Es poner el carro delante de los bueyes. Como consecuencia, tales directivos quedan cautivos de un juego con elevadas apuestas y el fenómeno está teniendo innegables consecuencias perjudiciales para la buena marcha a largo plazo de las firmas.

Así las cosas, cabe preguntarse si no debiéramos prescindir de semejante concepción reduccionista del gobierno de las compañías, donde éste queda limitado 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 firma se realiza en función de sus intereses (véase, entre otros, Shleifer y Vishny, 1997). De suerte que tenemos la oportunidad de recuperar y relanzar una visión pluralista o comunitaria, donde el gobierno empresarial —complejo y rico en matices— se percibe desde una perspectiva más amplia: es decir, como conjunto de estructuras, reglas y procedimientos institucionales que determinan el ejercicio del poder de control, la generación de incentivos en los diversos partícipes o *stakeholders* (accionistas, directivos, empleados, acreedores, clientes, proveedores, etc.), la distribución de riesgos y el reparto del excedente logrado por la firma. De ahí surge un modo de entender la empresa orientado a la creación de riqueza para todos los partícipes, más en línea con la tradición centroeuropea, escandinava o japonesa; pero también

muy coherente con ideas que periódicamente vuelven a escena en los propios países anglosajones, al menos desde los años treinta del pasado siglo.

La oportunidad de esta reflexión queda reforzada por algunos recientes desarrollos en el análisis económico de la firma, los cuales hacen hincapié en la diversidad de partícipes que realizan inversiones específicas en la misma<sup>2</sup> y, por tanto, asumen riesgos; la importancia de entender la organización empresarial como una red de recursos críticos complementarios e interrelacionados, unidos por «contratos relacionales» basados en la confianza; y la necesidad de «internalizar» los efectos externos generados por las compañías. Además, mientras Kennedy (2000) anuncia el «fin del valor para el accionista», es significativa la nueva preocupación por la responsabilidad social de las empresas, que en su versión más amplia queda plasmada en el concepto de «empresa ciudadana». Esto no es de extrañar, a la vista de algunas consecuencias socioeconómicas negativas derivadas del mencionado modelo financiero (véase Rodríguez Fernández, 2002). De hecho, la OCDE (2001a, b) se ha apresurado a poner de manifiesto las muchas iniciativas privadas y públicas que se están desarrollando para favorecer la responsabilidad social de las firmas, pero al mismo tiempo solicita un mayor esfuerzo al respecto, sobre todo por parte de las compañías multinacionales. La Unión

Europea no se ha quedado a la zaga, presentando un *Libro Verde* para promover la responsabilidad social empresarial (Comisión de las Comunidades Europeas, 2001).

Este es el asunto abordado en las siguientes páginas. Así se espera contribuir a respaldar desde el ángulo de la economía las opiniones de cuantos, basándose sobre todo en criterios éticos o sociopolíticos, vienen defendiendo el modelo pluralista, comunitario o *stakeholder* —también denominado a veces «estratégico»—. Ello sin perjuicio de apuntar y reconocer determinados interrogantes asociados con el mismo, los cuales se nos presentan como un desafío para seguir profundizando en la investigación y las elaboraciones teóricas sobre la materia. Dado este objetivo, de entrada se ofrece un perfil general del enfoque *stakeholder* de empresa, para luego presentar sus fundamentos desde una doble perspectiva: la ética de los negocios y el análisis económico. Posteriormente, se presta atención a algunos de los puntos más debatidos en torno a ese enfoque: qué ha de entenderse por partícipe; cuáles podrían ser las estructuras y procedimientos institucionales para su aplicación práctica; hasta qué punto puede funcionar razonablemente y con resultados evaluables. Algunas consideraciones finales, a modo de conclusión, ponen término al presente artículo.

## 2. PERFIL GENERAL DEL ENFOQUE *STAKEHOLDER* COMO SISTEMA DE GOBIERNO

Las raíces de la teoría *stakeholder* de la firma se encuentran ya en la controversia mantenida durante los años treinta del pa-

---

<sup>2</sup> Recordemos que un activo o una inversión se califica como «específico» o «idiosincrásico» cuando su valor depende significativamente de la continuidad de su empleo en el marco de una determinada relación contractual.

sado siglo por los juristas Adolph A. Berle y E. Merrick Dodd. Mientras Berle (1931) era reticente a apartarse de la visión clásica —la responsabilidad fiduciaria de los directivos para maximizar las rentas y cuasi-rentas económicas<sup>3</sup> de los accionistas—, Dodd (1932) resaltó la importancia de las aportaciones de otros partícipes —*constituencies* (cuerpos electorales) en su terminología—. Esta última tesis se vio reforzada en los años cincuenta y sesenta desde la teoría de la organización, con las contribuciones de los ahora algo olvidados enfoques gerenciales y del comportamiento administrativo, en particular la bien conocida «teoría del equilibrio de la organización» de March y Simon (1961), con antecedentes en Barnard (1938). Además, la empresa como asociación de partícipes guarda relación con el concepto de «comunidad orgánica de intereses», desarrollado en Suecia y difundido en toda Escandinavia por Rhenman (1968).

Parece que el término concreto *stakeholder* se acuñó en 1963, en un memorando interno del Stanford Research Institute; representa un pequeño juego de palabras frente a *stockholders* (accionistas). El *New Oxford Dictionary of English* recogía tradicionalmente una única acepción del término *stakeholder*, referida al depositario de una apuesta: «una parte independiente en quien cada uno de los

que hacen una apuesta deposita el dinero o las fichas apostadas». Sin embargo, en sus ediciones más recientes ya figura una segunda acepción: «una persona con un interés o relación con alguna cosa, especialmente un negocio», a lo cual sigue la aclaración de que, como calificativo, denota «un tipo de organización o sistema en el cual se considera que todos los miembros o participantes tienen un interés en su éxito».

La firma *stakeholder* 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, parece razonable pensar que el objetivo económico general de esta última queda recogido en el «modelo estratégico de empresa» presentado por Salas Fumás (1999, pág. 28): promover la creación de riqueza *total* —es decir, para el conjunto de los partícipes— y su crecimiento en el tiempo.<sup>4</sup> Ello exige facilitar los contratos implícitos basados en la confianza y la reputación, proteger las inversiones específicas y complementarias, e intentar equilibrar todos los intereses involucrados en la firma —como en una coalición—, aun admitiendo que dichos intereses a veces pueden ser contrapuestos.

---

<sup>3</sup> 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, una vez que las inversiones requeridas ya han sido efectuadas.

---

<sup>4</sup> En una línea análoga, Blair (1995, pág. 239) habla de maximizar el potencial de creación de riqueza total, lo que parece incluir las opciones reales de inversión y crecimiento a las que se refiere también Zingales (2000).

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 (véase Perroux, 1981; ed. original, 1973). Justamente, el problema fundamental de la empresa es cómo subsistir a pesar de las tensiones internas que la impregnan (Nelson y Winter, 1982).

En este sentido, resulta clave arbitrar entre intereses, hacer compatibles incentivos y posiciones diversas, convencer y generar adhesiones, basándose en criterios de razonabilidad y satisfacción, más que utilizar reglas unilateralmente definidas y orientadas en función de un único interés. Se trata de construir redes de intereses y aplicar estrategias de colaboración, reforzando la supervisión mutua —de cada partícipe sobre las actuaciones de los demás— como solución típica ante los problemas de interdependencia e incertidumbre (Pfeffer y Salancik, 1978, pág. 43). Con frecuencia se subraya que, entonces, la adecuada retribución a los accionistas pasa a ser un elemento más entre otros, aunque se insiste en su importancia para la supervivencia empresarial en un sistema de economía de mercado. Se entiende que los accionistas no son los únicos «propietarios verdaderos» de la firma, incluso aunque lo sean formalmente: en cierto sentido, podemos decir que la firma es propiedad de sí misma. Tenemos, pues, que la compañía ha de pretender garantizar la viabilidad, estabilidad e independencia de la coalición que le permite crear riqueza y distribuir rentas satisfactorias para el conjunto de los partícipes. Por tanto, en el corazón de este sistema de gobierno empresarial han de

intentar convivir eficiencia y equidad. Eso sí, los partícipes no sólo tienen derechos, sino que también han de asumir responsabilidades. El principio subyacente es el mismo que en el juramento hipocrático o en el concepto de óptimo paretiano: no perjudicar (Driver y Thompson, 2002; Windsor, 2002).

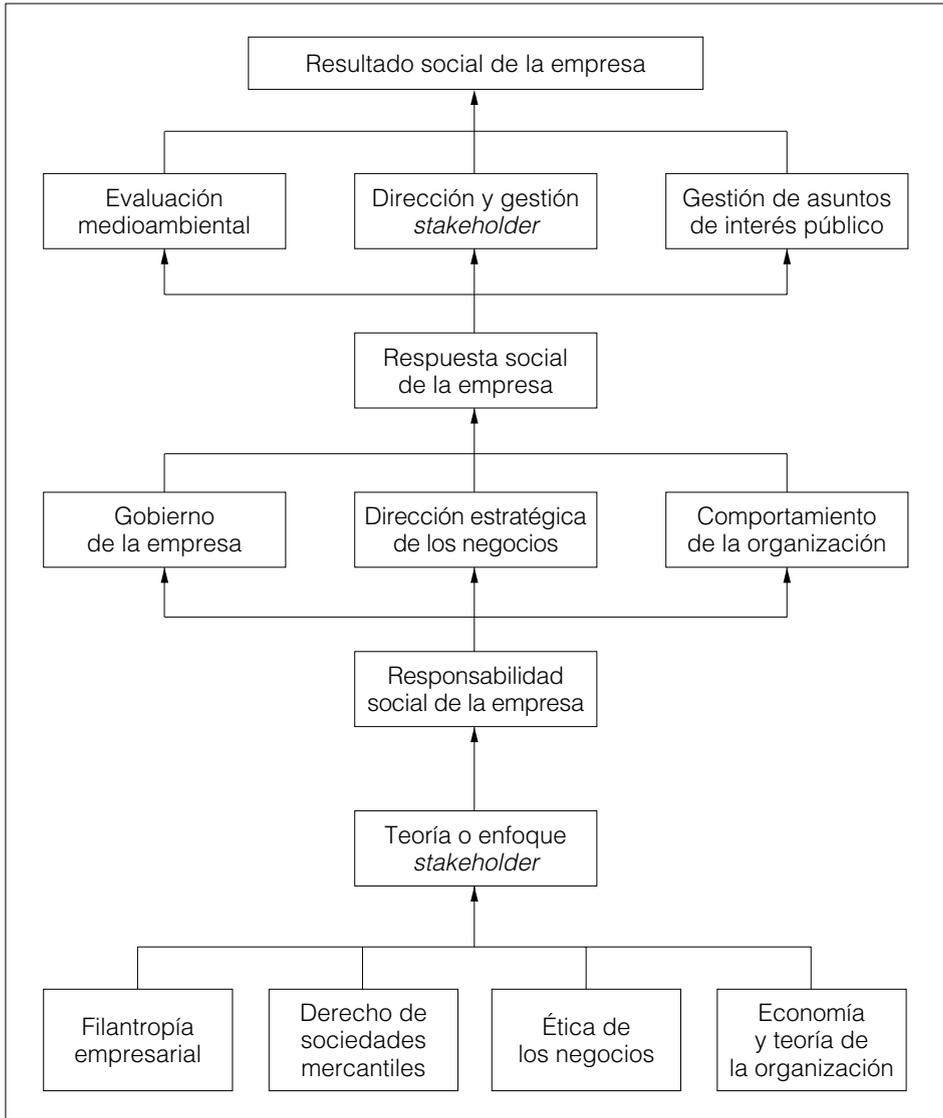
Parece claro que el enfoque *stakeholder* de la firma viene a ser el sustrato conceptual sobre el que se asienta hoy una buena parte de los argumentos a favor de la responsabilidad social de las compañías. Con el actual desarrollo de la llamada economía globalizada, toma cuerpo lo que se ha dado en denominar la «empresa ciudadana» o la «ciudadanía empresarial» (véase Andriof y Marsden, 1999; Marsden y Andriof, 1998). Estas expresiones se han puesto de moda y, al menos en su acepción europea, intentan reflejar una noción amplia de la responsabilidad social de las compañías. Los mismos términos utilizados ya sugieren su dimensión política. Existen, pues, unos derechos y obligaciones de las firmas, por analogía con el caso de la ciudadanía de las personas físicas. Se espera de las empresas compromisos activos y responsabilidad, yendo más allá de lo dispuesto en el ámbito de las puras leyes mercantiles, con el fin de articular una dirección y gestión que tenga en cuenta su impacto en un gran abanico de áreas de interés para el conjunto de la sociedad. Se habla así de evaluar el resultado (*performance*) de la empresa desde una triple perspectiva: económica, social y medioambiental.<sup>5</sup>

<sup>5</sup> Es lo que ha dado en denominarse el triple bottom line concept durante los últimos años de los noventa.

El cuadro 1 intenta reflejar visualmente el entronque de la «ciudadanía empresarial» con el modelo de firma *stakeholder*

*holder*, así como las aportaciones teóricas o instrumentos prácticos relevantes al respecto.

Cuadro n.º 1: **Enfoque *stakeholder* y responsabilidad social de las compañías**



Fuente: Adaptado de Andriof y Marsden (1999).

### 3. UNA BREVE APROXIMACIÓN DESDE LA PERSPECTIVA DE LA ÉTICA DE LOS NEGOCIOS

Siguiendo a los especialistas en ética de los negocios, es usual presentar la teoría *stakeholder* de la firma desde tres dimensiones diferentes (Donaldson y Preston, 1995; Jones y Wicks, 1999):

- 1) Empírica o descriptiva. En este sentido, se refiere simplemente a características y comportamientos constatados en la realidad del mundo empresarial. Así, con cierta frecuencia las compañías se dibujan como una red de intereses cooperativos y competitivos.
- 2) Instrumental. Alude a su utilidad para la dirección estratégica. Se considera que la adopción del modelo *stakeholder* permite alcanzar los objetivos convencionales (rentabilidad, crecimiento, etc.) tan bien o mejor que otros enfoques.
- 3) Normativa. Constituye una propuesta de lo que «debería ser», basándose tradicionalmente en alguno de los razonamientos habituales en la ética de los negocios. Se cree que cada grupo de partícipes merece consideración por lo que en sí mismo representa, no sólo por su capacidad para ser útil a algún otro grupo. Es decir, los intereses de cada *stakeholder* son legítimos y tienen un valor intrínseco.

A su vez, dentro de esta tercera y última perspectiva, los argumentos más utilizados para respaldar el enfoque comunitario de compañía suelen insertarse en alguno de los cinco razonamientos que brevemente se exponen a continuación.

Por de pronto, la libertad contractual entre los actores económicos no es seguro que conduzca a acuerdos equitativos, debido a diferencias en la capacidad de negociación; más aún cuando con frecuencia los contratos son incompletos, es decir, no tienen perfectamente especificadas *ex ante* las compensaciones que se recibirán en todas y cada una de las diversas contingencias futuras observables. Como consecuencia, cabe que una de las partes contratantes se aproveche injustamente de su contraparte. Freeman (1995, pág. 42) recuerda la noción de Rawls acerca del «velo de ignorancia» que rodea la contratación, y afirma: «Un modo de entender la equidad en este contexto es afirmar *à la* Rawls que un contrato sería justo si las partes del contrato [los partícipes de la empresa] estuvieran de acuerdo con él aun sin conocer sus verdaderas apuestas». Para que sea así en el caso de una compañía, los *stakeholders* necesitan participar en las decisiones que les afectan y se requiere un equilibrio entre sus diversos intereses.

Además, los directivos tienen unas obligaciones fiduciarias hacia todos los *stakeholders*, sobre la base de lo que suele denominarse la «segunda formulación» del imperativo categórico kantiano —fundamento de la doctrina de los derechos humanos—. Cada uno de los grupos de partícipes merece ser tratado como un fin en sí mismo, no como un simple medio para alcanzar algún fin (Evan y Freeman, 1988); esto es, debe ser considerado un ciudadano, libre de abusos de poder por parte de entidades públicas o privadas. Ha de participar, pues, de alguna manera, en la dirección de la compañía en la que

ha realizado una apuesta. Por su parte, los *stakeholders* tienen la responsabilidad de comportarse éticamente.

En tercer lugar, la propiedad implica un abanico de derechos, basados en el concepto de justicia distributiva y sujetos a determinadas restricciones. La noción de justicia distributiva facilita criterios sobre el uso y los límites de la propiedad privada; por ejemplo, en función de las necesidades o de acuerdo con la habilidad o el esfuerzo. En consecuencia, tal justicia distributiva exige de los propietarios legales de la empresa limitar su propio interés, con el fin de respetar los intereses —es decir, satisfacer las necesidades o recompensar el esfuerzo— de los otros partícipes (Donaldson y Preston, 1995).

Por otra parte, la denominada «ética del cuidado», o de la solicitud, ve a cada persona en relación con las demás, no separada y autónoma. Subyace la noción de *web*, representativa de lo femenino, frente a la idea de jerarquía, asociada con lo masculino. Aplicado a nuestro caso, la firma ha de entenderse como un nexo de relaciones de interdependencia entre personas y grupos, con el deber de preocuparse por sus partícipes y crear valor para el conjunto de la red formada por todos ellos. El diálogo se presenta como el instrumento básico para la deliberación moral. Y a la hora de equilibrar intereses, tendrán prioridad los *stakeholders* que mantenga una relación más cerrada con la compañía (Dobson y White, 1995; Wicks y otros, 1994).

En último término, entre una empresa y el conjunto de la comunidad existe un contrato social implícito. En función del

mismo, se otorga a la firma legitimidad para existir y el derecho de actuar. A cambio, debe potenciar el bienestar de la sociedad, mediante la realización de contribuciones positivas para los intereses generales, la minimización de sus efectos negativos y el respeto a los cánones generales de justicia (Donaldson, 1982, 1989).<sup>6</sup>

El modelo pluralista de firma enlaza con las corrientes a favor de la democracia económica (Driver y Thompson, 2002). Una mayor equidad e igualdad se considera una garantía para la libertad, entendida ésta como capacidad para adoptar iniciativas y emprender tareas —es decir, no reducida a la simple ausencia de restricciones o coacciones—. En este contexto, puede tener sentido articular un genuino y válido compromiso (*trade-off*) entre eficiencia y democracia en el funcionamiento de las empresas, a la vista de su «responsabilidad pública». Además, como señala Lindblom (2002, págs. 271-272), un potente argumento a favor de la democratización de las compañías deriva de la simple lógica: si la democracia es una buena idea para el Estado, lo será también al menos para las grandes firmas, que son en muchos aspectos como Estados.

Naturalmente, estos argumentos derivados de la ética de los negocios son objeto de debate (véase, por ejemplo, Moore, 1999). Pero no procede detenernos en ello, pues lo que aquí se quiere pasar a subrayar es que también cabe justificar el modelo *stakeholder* desde el propio análisis económico.

---

<sup>6</sup> Para una fundamentación del enfoque *stakeholder* a partir del tradicional concepto del «bien común», véase Argandoña Rámiz (1998).

#### 4. **ALGUNAS APORTACIONES DEL ANÁLISIS ECONÓMICO AL MODELO PLURALISTA DE EMPRESA**

En momentos como los actuales, cuando no pocos resaltan —sea con resignación, sea con júbilo— la decisiva influencia de los mercados de capitales en la dirección y gestión de las compañías, algunas voces discordantes nos empiezan a ofrecer otra perspectiva. Un reputado experto en estrategia empresarial como es Prahalad (1997), hace notar que gran parte del valor a largo plazo de una empresa depende de la calidad de las relaciones entre empleados, clientes, proveedores e inversores, lo cual no queda bien reflejado en los habituales indicadores de rendimiento puramente financiero. Justifica el protagonismo de los accionistas sólo si nos situamos en el entorno económico propio del pasado, pues en la actualidad lo que resulta relativamente nuevo es la intensa competencia global por conseguir otros *stakeholders* clave.

Esto viene a reconocer que pueden estar modificándose las correspondientes capacidades de negociación económica de los diversos factores de producción, con el consiguiente impacto en la naturaleza de la empresa y en sus límites o fronteras. Cabe resumir así los principales cambios habidos durante los últimos años en el equilibrio de poderes dentro de la firma (Aglietta, 2001; Andriof y Marsden, 1999; Hoarau y Teller, 2001, cap. 3; Zingales, 2000):

1) Los activos físicos han llegado a ser menos específicos y, en consecuencia, ya no constituyen las fuen-

tes principales de rentas y cuasirentas económicas, como solían serlo. Han contribuido a ello el mejor funcionamiento de los mercados de capitales, que facilita la financiación de los activos, y la reducción de los costes de comunicación, que disminuye la importancia de los canales de distribución y favorece el acceso de nuevas empresas a los mercados.

2) 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 se multiplica. Las redes de información pasan a ser elemento clave para la competitividad. Es la empresa «desmaterializada». A la vez, la mayor competencia en los mercados de bienes intermedios ha animado la reducción del grado de integración vertical de las empresas: 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, empresas conjuntas, etc. En cierto modo, la empresa no tiene ya una «estructura localizada», pues trabaja conjuntamente y en interacción con otras, dentro de un marco de colaboraciones donde la confianza es un elemento relevante.

- 3) Al mismo tiempo que se incrementa la importancia del capital humano, las innovaciones telemáticas han modificado radicalmente las jerarquías funcionales en el trabajo. Esto ha suavizado el ejercicio firme de la autoridad por parte de la alta dirección. Ahora emergen organizaciones de menor tamaño, en las cuales la preocupación clave comienza a ser cómo facilitar y potenciar el trabajo de profesionales muy capacitados, los cuales a su vez mantienen relaciones cruciales y continuas con otras organizaciones similares. Además, las compañías se encuentran con menor facilidad para retener el capital humano utilizado, pues la globalización aumenta las oportunidades de empleo alternativas.
- 4) 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-prestaciones de los productos llega ser más difícil de evaluar y diferenciar en el actual entorno.

En este marco, términos como habilidades y competencias, aprendizaje colectivo e innovación o compromisos a largo plazo y cooperación entre los *stakeholders* se convierten en claves para entender los procesos de colaboración desarrollados en la empresa a lo largo del

tiempo. La mayor interdependencia obliga a centrar la atención sobre las redes de organizaciones y las relaciones estratégicas de la firma con sus partícipes; también exige dar más importancia a elementos contextuales relevantes situados más allá del mercado en sentido estricto —incluyendo entorno cultural, valores colectivos, responsabilidad social de la compañía, capacidad de la confianza y la reciprocidad para reducir la incertidumbre, etc.—. Pues bien, a continuación se analizará cómo esta nueva visión de las firmas puede repercutir en los postulados de su sistema de gobierno, potenciando el enfoque *stakeholder* en detrimento del modelo financiero (o modelo estándar «principal-agente», centrado en el binomio accionistas-directivos). En lo que sigue, aun sin profundizar en la extensa literatura aportada por la dirección estratégica, se presenta una discusión sintética acerca de: (a) los contratos relacionales e implícitos; (b) la diversidad de partícipes afectados por los riesgos residuales; (c) los efectos externos y la organización empresarial vista como una red de inversiones específicas e interrelacionadas.

Los argumentos que se van a exponer son relevantes desde el ángulo de la coherencia y equidad en el trato a los diversos partícipes. No obstante, también implican la posibilidad de que mejore el resultado (*performance*) de la compañía debido a una mayor comunidad de intereses, compromiso profundo con el negocio, intercambio de información valiosa, actitudes de cooperación, más fácil negociación política en el interior de la empresa, reducción de los costes por con-

flictos, aprovechamiento de las ventajas derivadas del aumento de la equidad, atracción de recursos críticos (empleados con talento, buenos proveedores,...), mejora de la capacidad de la organización para resolver problemas mediante la innovación, el aprendizaje y el conocimiento conjuntos, etc. (Halal, 2001; Slinger, 1998). En último término, incluso se cree que todo ello puede traducirse en un efecto positivo desde la perspectiva macroeconómica (Driver y Thompson, 2002). Así se empieza a cubrir lo que para algunos es la principal laguna de la teoría *stakeholder*: su carencia de una relación explícita con el razonamiento económico (Windsor, 1998).

#### 4.1. **Contratos relacionales, confianza y creación de «capital social»**

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 hacer 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 valoraciones 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». En tal sentido, la confianza y el consiguiente compromiso mutuo favorecen el éxito de los contratos relacionales; a su vez, esto potencia la realización de más inversiones específicas y la asunción de riesgos, en la creencia de que la contraparte no se conducirá de modo oportunista. De hecho, cuanto más se prolonga una relación, menos se recurre a las salvaguardias formales contractuales (Buvik y Reve, 2002); a la vez, suele existir una conexión empírica de signo positivo entre el incremento de la complejidad contractual y un mayor gobierno relacional (Poppo y Zenger, 2002). Además, téngase presente que la confianza, la lealtad o la sinceridad no son bienes de susceptibles de negociación e intercambio en un mercado, pues como dijo Arrow (1974, pág. 23) refiriéndose a la confianza: «Si tiene usted que comprarla, tenga ya algunas dudas sobre lo que ha comprado». En ese marco, se tiende a aceptar que cualquier falta de equidad a corto plazo en el intercambio será suficientemente compensada en una perspectiva a largo plazo.

Desde luego, los contratos relacionales dentro de la organización y entre organizaciones exigen inversiones específicas para poder mantenerlos. Pero, precisa-

mente por ello, se crean interdependencias, de suerte que se comparten mejor los riesgos y se van reduciendo los incentivos para adoptar comportamientos oportunistas. En paralelo, disminuyen los costes de transacción, sobre todo en su apartado de costes de información (Eber, 2001; Hirigoyen y Pichard-Stamford, 1998).

Diversos factores influyen en que sea mayor o menor el grado de dicha confianza (gustos, preferencias, carácter intrínseco, ...). Pero uno de los elementos clave es el contexto social, es decir, las percepciones de las personas sobre las motivaciones, creencias y comportamientos probables de los demás, así como las relaciones sociales entre todos ellos (Blair y Stout, 2000). Parece que, en parte, la confianza puede ser un comportamiento aprendido de acuerdo con la experiencia, de modo que constituye un activo colectivo co-construido, siendo por tanto un factor endógeno al sistema de gobierno de la empresa, no exógeno (Charreaux, 1998). En cuanto tipo de capital humano específico, la confianza se va reforzando a medida que —en el marco de un juego sucesivamente repetido— cada partícipe percibe las ventajas de mantener la coalición y refrena su tendencia a intentar «expolios» a corto plazo de rendimientos (Blair, 1999).

Además, como el caso Enron u otros similares ponen de manifiesto, las asimetrías —desigualdades— en la *obtención* de la información son más cruciales de lo que deja entender el enfoque contractual tradicional recogido en el modelo financiero de empresa. Por un lado, los individuos son creativos, saben *generar* informaciones y seleccionan lo que revelan. Por otra parte, existe una vinculación en-

tre saber y poder, de modo que las informaciones pueden ser acumuladas y administradas para aprovecharse de ellas como un capital más. Añádase que, con frecuencia, la información ha de ser comunicada mediante la experiencia compartida, más bien que oralmente o por escrito; y debe ser interpretada, lo cual puede conducir a conclusiones diferentes. No es lo mismo la reunión de informaciones que la elaboración de conocimientos. En estas circunstancias, la compañía puede utilizar los contratos implícitos para generar mejores incentivos y mayores excedentes que por vías simplemente basadas en los mecanismos habituales del mercado (Baker y otros, 2001, 2002). Así, un papel fundamental de los directivos de la empresa será mantener y desarrollar contratos relacionales tanto con los accionistas o los trabajadores como con los proveedores, clientes, etc. Y hacerlo, preservando su credibilidad frente a las actuales partes contratantes o ante los posibles futuros partícipes.

Todo esto nos lleva a dar un paso más, introduciendo el concepto de «capital social». Se entiende como tal un conjunto de redes, normas y relaciones de confianza que facilitan la resolución de los dilemas de la acción colectiva. 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, 1993, 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 (Cohen y Prusak, 2001): menores costes de transacción, de entrenamiento y de ruptura de relaciones; mayor conocimiento compartido y coherencia en las acciones. Talmud (1999) clasifica el capital social en tres componentes: competitivo, político —institucional— y cognitivo. La confianza de la que antes se ha hablado y la lealtad son elementos clave de tal capital social.<sup>7</sup>

Pues bien, aplicando este concepto a la empresa, Rob y Zemsky (2001) hacen notar que los sujetos no necesariamente siguen unas preferencias egoístas, pues obtienen utilidad de actos de donación y entrega —sea por altruismo, sea por «viva pasión» profesional—. En función de ello, la empresa puede construir un capital social mediante el diseño de incentivos para afectar a las preferencias de los empleados, de modo que éstos lleguen a ser más cooperativos por su propia voluntad y no movidos por recompensas monetarias. La cultura empresarial —que puede ser muy distinta en cada caso— también influye sobre los niveles de cooperación, el capital social acumulado y, en último término, los excedentes generados por la compañía.

Comenzamos a vislumbrar 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 creen o destruyan valor. Las características de la organización interna empresarial no pueden ser reproducidas a través de una mera amalgama de contratos formales celebrados en los mercados; además, guiarse simplemente por los incentivos del mercado cabe que destruya la cooperación en el interior de la firma (Tece y Pisano, 1994). Así las cosas, el objetivo de creación de valor para los accionistas puede llevar a la ruptura de algunos contratos implícitos, perjudicar a determinados partícipes, desincentivar el establecimiento de relaciones duraderas entre éstos y —en definitiva— generar situaciones de ineficiencia desde el punto de vista colectivo. De ahí que, ante esta posibilidad, debiéramos reconocer que, además de los intereses de los accionistas, existen otros que también han de ser protegidos. De esta forma, el sistema de gobierno de la compañía debe proporcionar a todos los partícipes incentivos para trabajar juntos a largo plazo —incluyendo la realización de inversiones específicas—, a la vez que reducir los costes de coordinación y de resolución de las discrepancias.

#### 4.2. **¿Sólo los accionistas soportan riesgos?**

La atribución a los accionistas de las rentas residuales (beneficios) únicamente queda justificada si de verdad sopor-

<sup>7</sup> Un panorama sobre el capital social de las compañías lo ofrecen Leenders y Gabbay (1999).

tan en último término los riesgos de la actividad empresarial. Para que eso 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 especifican 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. Añádase que 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. En último término, los accionistas suelen tener derecho a vender sus títulos sin especiales restricciones: es decir, 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).

En consecuencia, no parece que los accionistas puedan ser los exclusivos titulares de todos los derechos de control. En general, soportan riesgos todos cuantos efectúan inversiones específicas para contribuir más eficientemente a las actividades colectivas en el marco de la compañía, incluidos clientes, proveedores, empleados, etc., por lo cual se establecen unas relaciones de mutua dependencia: los resultados de esas inversiones

pueden verse afectados por las acciones de las diversas partes.<sup>8</sup>

Llegados a este punto, se va perfilando una razón más para tener en cuenta a los diversos *stakeholders* a la hora de asignar los derechos de propiedad y control sobre la empresa, o, al menos, en el momento de organizar la participación en su dirección y gestión. Hart (1989) señala que los «activos co-especializados»<sup>9</sup> deberían ser propiedad común, como vía para evitar que cada parte contratante tienda a invertir menos del nivel óptimo debido al riesgo de «expolio» de sus ingresos por la otra parte. A partir de esta perspectiva, Blair (1995, caps. 6-7) cree que las habituales reformas de los sistemas de gobierno de la empresa encaminadas a

---

<sup>8</sup> Hablando de los empleados, lo había anticipado Marshall (1946, pág. 626; ed. original), 1920, al hacer notar que el conocimiento de las personas y de las cosas por parte de un empleado podía ser en algunos casos «de una categoría que sólo tiene valor para el negocio en el que ya está; y, entonces, su marcha quizá perjudique [al empresario] en varias veces el valor de su salario, mientras que probablemente el empleado no podría conseguir la mitad de este salario en otra parte». Y lo remachó Knight (1971, págs. 355-356; ed. original, 1921): «De hecho, el riesgo de destrucción y pérdida total es quizás tan grande en el caso del obrero como en el caso del propietario de bienes; y mientras que en el último caso el propietario pierde sólo capacidad productiva, el primero pierde su salud o miembros de su cuerpo o su vida, lo cual significa inmensamente más [...]. Existe otra vertiente del asunto en el caso de la formación y la destreza especializadas. Se adquieren en conexión con y para el uso en un negocio concreto. El coste de adquisición se soporta sobre todo por el trabajador y, si el negocio no resulta rentable, generalmente la pérdida recae sobre él [...]. Debe añadirse que el valor actuarial de los riesgos del trabajador depende enteramente de la calidad de la dirección y gestión, al igual que en el caso del propietario de los bienes materiales».

<sup>9</sup> Es decir, activos que son específicos para una determinada relación contractual por resultar más productivos si se usan conjuntamente. Puede tratarse tanto de activos físicos como de capital humano.

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 y, en definitiva, tienen un legítimo derecho para influir en el futuro de la firma.<sup>10</sup>

#### 4.3. Los efectos externos y la empresa como red de inversiones específicas e interrelacionadas

En contraste con la simplicidad del enfoque estándar «principal-agente» utilizado en el modelo financiero de empresa, parece que el nexo contractual subyacente constituye una *web* compleja: se entrelazan contratos explícitos e implícitos y las relaciones relevantes no pueden reducirse al binomio accionistas-directivos.

De hecho, Stiglitz (1985) argumentó que la cuestión aquí debatida debe modelizarse como un problema «principal-agente» múltiple, para el cual es sabido que el equilibrio de Nash es casi siempre

ineficiente en sentido paretiano.<sup>11</sup> Cada partícipe o grupo de partícipes persigue unos intereses a través de un conjunto particular de instrumentos de influencia y control, de forma que sus actuaciones tienen consecuencias importantes sobre los demás partícipes o grupos de partícipes (hay efectos externos, «externalidades»). Esto conduce a asignaciones de recursos que no son eficientes en sentido paretiano. Además, la dirección y gestión de la firma tiene características de bien público<sup>12</sup> para cada partícipe concreto y aislado que forme parte de una clase o categoría con gran número de miembros; luego existe la posibilidad de que ese partícipe no esté dispuesto a dedicar esfuerzo y otros recursos con el fin de influir en la administración de la compañía. El gobierno de la empresa requiere, pues, de unas estructuras institucionales que sirvan para «internalizar» por lo menos algunos de esos efectos externos, sacar provecho de cuantos partícipes están en buenas posiciones para reunir información y paliar el alcance del típico problema del *free-rider* («parásito» o «gorrón») que es inherente a los bienes públicos.

También Tirole (2001) ha razonado en términos de efectos externos para presentar las insuficiencias de modelo financiero

---

<sup>10</sup> Desde un análisis de equilibrio general, ya Drèze (1976) había insistido en la necesidad de reconciliar los intereses de capital y trabajo, a través de alguna forma de participación en la adopción de decisiones. En caso contrario, la división eficiente del valor de la producción entre ambos resultará incompatible con los incentivos para asumir eficientemente riesgos, sea que el capital alquile trabajo o que el trabajo alquile capital.

---

<sup>11</sup> Es el clásico «dilema del prisionero». Cada agente económico sigue la mejor acción que puede adoptar en busca de su propio interés, dadas las acciones de los demás agentes. Por tanto, carece de incentivos para modificarla unilateralmente. Sin embargo, ese equilibrio sólo conduce a un resultado peor para cada agente que si hubiese cooperación entre ellos.

<sup>12</sup> En el caso de un bien público, el consumo del mismo por un individuo no reduce su disponibilidad para otros; y no es técnica o económicamente posible lograr que lo usen sólo las personas que paguen por ello.

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 partícipes. No cabe negar que estas externalidades pueden ser importantes, como en el caso del cierre de una gran factoría en un área deprimida. Y desde hace mucho tiempo los economistas vienen argumentado a favor de «internalizar» los efectos externos. Sobre esa base, Tirole propone una definición del gobierno de la empresa que —como él mismo dice— puede ser poco convencional para un economista: lo entiende como el diseño de instituciones para inducir u obligar a los administradores y gerentes a «internalizar» el bienestar de todos los *stakeholders*, de forma que se maximice la suma de los «excedentes» correspondientes a los mismos. Esto implica la modificación de los instrumentos tradicionales de control de la compañía, que ahora suelen estar sólo en manos de los accionistas.

En definitiva, estamos ante la revisión de una hipótesis muy habitual en economía: en concreto, que los partícipes no financieros (o sea, los empleados, los proveedores, los clientes,...) están ya protegidos por contratos muy eficaces, mientras que la garantía contractual de los *stakeholders* financieros es más bien inefectiva. Ahora se resalta que las externalidades impuestas por las decisiones para maximizar beneficios a favor de los accionistas tienen repercusiones no sólo sobre

—por ejemplo— la inversión de directivos y trabajadores en su propia formación, sino incluso sobre otras inversiones o elementos constitutivos del capital con el que éstos cuentan (vivienda, empleo del cónyuge, escuela de los hijos, relaciones sociales, etc.). Y análogos ejemplos pueden señalarse para las relaciones de la empresa con sus proveedores, clientes,... Boatright (2002) afirma que el problema de las externalidades es probablemente el argumento más serio que el enfoque de los partícipes presenta en contra del modelo financiero de firma.

Este asunto de las externalidades adquiere particular relevancia en el contexto de una organización empresarial entendida como una *web* de inversiones específicas y complementarias: es decir, como un nexo articulado en torno a un conjunto «particular» o «único» de recursos críticos de todo tipo (activos físicos, talento, ideas), cuyos titulares se entrelazan mediante relaciones de complementariedad.<sup>13</sup> Así la firma deviene una estructura compleja que no puede ser imitada de inmediato; dentro de ella todas las partes están mutuamente especializadas (Rajan y Zingales, 1998, 2001; Zingales, 1998, 2000).

Los activos físicos ya no son el único recurso crítico. El capital humano ha aumentado su importancia, lo mismo que contar con una buena red de proveedores

---

<sup>13</sup> La organización interna, las reglas de trabajo y los sistemas de incentivos pueden generar complementariedades entre los recursos. A estos efectos, se dice que varios recursos son complementarios si al incrementar la cantidad empleada de uno de ellos aumenta (o, al menos, no disminuye) la productividad marginal de cada uno de los otros (véase Milgrom y Roberts, 1993, págs. 129 y sigs.).

o socios comerciales y compartir tecnología. Recursos como el conocimiento, las ideas y las estrategias son los que proporcionan a la compañía la capacidad de crecimiento rentable. Se da el caso de que el talento humano genera relaciones de complementariedad entre la firma y sus clientes esenciales; esto equivale a decir que un recurso crítico permite controlar más recursos críticos. Incluso, puesto que la tecnología —en sí misma— podría ser imitada, resulta más relevante la combinación de liderazgo tecnológico con capacidades organizacionales.

Los trabajadores quedan plenamente integrados dentro de los límites o fronteras de la firma en tanto tienen acceso a los bienes de capital o a un grupo de personas para «especializarse», lo cual crea un capital humano específico y favorece el incremento del valor total generado si esos trabajadores permanecen en la coalición. Por ello, realizada la inversión en capital humano específico, sus titulares también tienen poder, aunque no sean propietarios de bienes de capital. Algo similar cabe decir en relación con —por ejemplo— el peso de algunos proveedores cruciales. En este contexto, el poder y las rentas están esparcidos a lo largo de toda la organización, incluso más allá de los límites legales de lo que entendemos por compañía. 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 *stakeholders* que pudieran paralizar o destruir la empresa. Justamente, el objetivo básico del sistema de gobierno de la compañía debería ser proteger la integridad de la empresa y de su «capital organizacional».

## 5. PRINCIPALES PUNTOS DE DEBATE EN TORNO A LA TEORÍA *STAKEHOLDER* DE LA FIRMA

El enfoque pluralista de la empresa se enfrenta en la práctica a fuertes reparos por parte de los partidarios del modelo financiero. Dos son las principales objeciones (Jensen, 2001; Kunz y Lucatelli, 2000; Marcoux, 2000; Sternberg, 1997, 1999): (a) incapacidad para especificar adecuadamente quiénes deben ser considerados *stakeholders*; (b) imprecisión a la hora de señalar cómo se combinan los diversos fines de los partícipes para lograr un sistema jerarquizado y coherente de objetivos, lo cual podría conducir a conflictos múltiples e irresolubles.

Ante estos reproches, parecen obligados algunos comentarios, lo que de paso servirá para profundizar en el contenido del modelo *stakeholder* de firma y aclarar los puntos que requieren mayor investigación teórica y empírica.

### 5.1. ¿Qué hemos de entender por partícipe?

Es cierto que, en la actualidad, el concepto de partícipe ocupa todo un *continuum*: en sentido amplio, cualquier individuo, grupo u organización que puede afectar o puede resultar afectado por las actividades de la empresa; en una versión más estricta, los individuos, grupos o entidades identificables y relevantes de los que depende la firma para su supervivencia, o sea, que sin su respaldo y colaboración dejaría de existir. Naturalmente, definiciones del primer tipo pueden conducir hacia la ingobernabilidad de la em-

presa, pues serían numerosas las personas o colectivos que cumplen tal criterio y que, por tanto, estarían en situación de aducir un interés legítimo en la dirección y gestión de la compañía.

En consecuencia, puede ser razonable reservar la calificación de *stakeholder* para reflejar el contenido de apuesta y riesgo que está presente en el sentido original del dicho término, dentro de un enfoque que tiene en cuenta el problema de los contratos incompletos y la posibilidad de «expolios» *ex post*. Además, como muchos de los que se relacionan con la firma pueden correr de alguna forma un riesgo, conviene acotar el campo y centrarse en el conjunto de partícipes «primarios», es decir, que están involucrados en transacciones voluntarias con la empresa y cuyas aportaciones resultan esenciales para la viabilidad de la misma (Clarkson, 1995; Tiras y otros, 1997). Son los verdaderamente relevantes para el diseño en la práctica de los mecanismos del gobierno de la compañía; sin perjuicio de que ésta, a la hora de afrontar su responsabilidad social global, tenga también en cuenta a otros «afectados» o «interesados» complementarios.

Más en concreto, en la línea del análisis económico desarrollado en páginas anteriores, tal vez fuese útil considerar partícipes primarios (o estratégicos, o «soberanos») a quienes efectúan inversiones específicas en la empresa, de modo que, en un contexto de contratos relacionales e incompletos, asumen riesgos residuales y su colaboración es estratégicamente relevante para la supervivencia, competitividad y éxito a largo plazo de aquélla (véase Blair, 1995, caps. 6-8; Cook y Deakin, 1999).

Como es natural, no existe inconveniente en admitir que el abanico de *stakeholders* relevantes variará en función de cada empresa. También puede ir cambiando a lo largo del tiempo en una misma firma, pues la identificación y el peso de esos partícipes vienen determinados por variables como el poder, la legitimidad y la urgencia con la que exigen atención (Mitchell y otros, 1997). En cualquier caso, se ha de reconocer que la definición, identificación y clasificación de los *stakeholders* es una línea de investigación en la que todavía queda mucho camino por recorrer (véase Key, 1999).

## 5.2. Estructuras y procedimientos institucionales para un sistema de gobierno pluralista

De entrada, frente a los reparos del modelo financiero ante cualquier sistema de gobierno empresarial que no sea el suyo, conviene recordar lo que sostienen Allen y Gale (2000a): la competencia entre firmas en el mercado de productos es la vía más efectiva para conseguir que los recursos se utilicen eficientemente. Por ello, debemos relativizar la trascendencia que a este respecto tienen los mecanismos de gobierno de las compañías: su influencia puede ser no muy grande una vez que se tiene en cuenta el impacto de la presión competitiva (Nickell, 1996). De hecho, Aghion y Howitt (1996) argumentan que cabe esperar una sustituibilidad (*trade-off*) entre la disciplina ejercida por el sistema de gobierno de las compañías y el rigor en los comportamientos que imponen las fuerzas de la competencia. Nickell y otros (1997) han confirmado empíricamente dicha hipótesis.

Teniendo en cuenta esto y las muchas otras diferentes circunstancias que rodean a cada empresa, no es preciso que las vías y mecanismos de participación de los *stakeholders* sigan un único modelo. Dependerá, entre otras cosas, del nivel de eficiencia de los mercados, grado de competencia, características del sistema político y legal, distribución de la riqueza y el poder en la sociedad, etc. (Boatright, 2002). En una empresa, partícipes diferentes pueden tener derechos distintos, ejercidos mediante formas de participación diversas. Contamos con una amplia gama de «contratos de gobierno», que continuamente se ve enriquecida por nuevas prácticas, en particular dentro del campo de los mecanismos basados en contratos relacionales e implícitos. Lo importante es que exista una delimitación clara de facultades y responsabilidades, siempre que cada partícipe cuente con información, incentivos, poder y capacidad para actuar. Como regla general, un partícipe 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 (Etzioni, 1998). Y, desde luego, dar protagonismo a todos los partícipes no implica eliminar el papel y la intervención de los accionistas.

Por ello, cabe pensar en situaciones muy diversas, que están en el origen de las diferentes soluciones concretas aplicables en la práctica: 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; derecho a participar en el excedente empresarial; percepción de compensaciones en determinadas circunstancias; etc. A este respecto, Paulus y Roth (2000) analizan los posibles mecanismos de protección de los partícipes, clasificándolos en cuatro grandes categorías, complementarias entre sí, con la confianza como argamasa que cubre las lagunas de una protección nunca perfecta en un mundo de contratos incompletos. En concreto, distinguen: (a) mecanismos *ex ante*, que son conocidos por las partes en el momento de iniciar la relación; (b) mecanismos de salida, que permiten separarse con rapidez de la organización empresarial; (c) la supervisión pasiva, con recepción de informaciones acerca del desarrollo de la relación, pero sin que esto lleve asociado algún medio de intervención; y (d) la supervisión activa («voz»), en la cual la entrega de informaciones va acompañada de capacidad para influir en los procesos de decisión. El cuadro 2 presenta ejemplos de todo ello para algunos partícipes. El avance en la investigación teórica nos aportará seguramente un mejor conocimiento de las propiedades de cada posible «contrato de gobierno», y, dado que tanto las circunstancias como las soluciones pueden ser diversas, en la práctica parece obligado adoptar un punto de vista contingente. En otras palabras, el análisis económico no conduce a un solo conjunto de reglas óptimas de gobierno, válidas para todas las empresas y economías, del mismo modo que no existe una única constitución política considerada la mejor para cualquier Estado (Becht y otros, 2002).

Cuadro n.º 2: **Ejemplos de mecanismos de protección para stakeholders**

Grupo de partícipes	Tipo de mecanismo	Descripción de la salvaguardia
Accionistas	<i>Ex ante</i>	Garantías legales y estatutarias sobre la posición de los accionistas
	Salida	Amplitud, profundidad y liquidez de los mercados bursátiles
	Supervisión activa	Voto en la junta general, separación entre órganos de vigilancia y comités de dirección ejecutiva, demandas judiciales contra administradores, etc.
	Supervisión pasiva	Información financiera
Empleados	<i>Ex ante</i>	Garantías legales, en convenio colectivo o por contrato laboral sobre contratación, condiciones de trabajo, traslado y despido de los empleados
	Salida	Amplitud, transparencia y flexibilidad de los mercados de trabajo, carácter de la formación (reemplazable o no), etc.
	Supervisión activa	Participación en el consejo de administración (cogestión), comités de empresa u otros órganos de decisión o de organización del trabajo
	Supervisión pasiva	Información financiera y «balance social»
Acreedores financieros	<i>Ex ante</i>	Garantías legales y contractuales sobre la posición de los acreedores
	Salida	Amplitud, profundidad y liquidez de los mercados financieros secundarios
	Supervisión activa	Relaciones financieras, presencia en el consejo de administración, procedimientos administrativos de control de riesgos, actuaciones para mantener o ejecutar garantías, etc.
	Supervisión pasiva	Información financiera

Fuente: Elaborado a partir de la clasificación propuesta por Paulus y Roth (2000).

Entre las diversas posibilidades, existe la experiencia del modelo alemán de co-gestión empresarial, que, entre otras muchas cosas, implica la presencia de los trabajadores en el consejo de supervisión o vigilancia —el cual, junto al comité de dirección, viene a ser el sustituto del clásico consejo de administración unitario—. En concreto, la mitad o un tercio, según los casos, de los puestos de dicho consejo de supervisión corresponde a los trabajadores, siendo el resto representantes de otros importantes partícipes, incluyendo entidades financieras, proveedores y clientes. Junto al caso alemán, en Austria, Dinamarca, Luxemburgo y Suecia el consejo de administración o supervisión de las compañías de determinada dimensión es parcialmente elegido por los trabajadores. En Finlandia y Francia, los estatutos de cada empresa pueden otorgar ese derecho (véase Lahovary, 1999; Weil, Gotshal & Manges, 2002, pág. 34). Y, mediante la directiva de 8 de octubre de 2001 por la que se completa el estatuto de la sociedad anónima europea en lo que respecta a la implicación de los trabajadores (2001/86/CE), el Consejo de la Unión Europea ha previsto incorporar a tal estatuto de la *societas europaea* (SE) los sistemas y grados de participación que —en su caso— tuvieran los empleados en los órganos de administración o supervisión según las prácticas aplicadas en las compañías previas que dan origen a dicha SE.

Por otro lado, Stiglitz (1985) apuesta a favor de ampliar las facultades de control sobre las empresas por parte de los sindicatos de trabajadores y las entidades financieras. Tanto él como otros muchos

sugieren potenciar la ya vieja vía del control por los empleados de una parte del capital-acciones de la compañía. La Unión Europea viene interesándose desde hace años por el asunto, con sucesivos informes (*Pepper I y II*) y una recomendación en torno a la participación financiera de los empleados en sus empresas. Se entiende por tal la participación en los beneficios y/o en el accionariado. Refiriéndonos a firmas con más de doscientos trabajadores, no llegan a la mitad las que cuentan con planes respecto al primer tipo de participación; y menos de un tercio tiene planes de la segunda categoría. Además, se observan muy notables diferencias entre países, como muestra el cuadro 3. Y parece que los correspondientes porcentajes se reducen drásticamente en las empresas de tamaño inferior. De ahí que ahora se prevea poner en marcha acciones para fomentar esa participación (véase Comisión de las Comunidades Europeas, 2002).

Lo que se acaba de apuntar en relación con los empleados podría ser generalizable a otros *stakeholders* que también efectúen inversiones específicas en la firma —además de los accionistas «tradicionales» aportantes de capital financiero—. De acuerdo con ello, Blair (1995, caps. 8-9) propone que, finalmente, todos los partícipes relevantes estén representados en el consejo de administración y sean titulares de un volumen de acciones proporcional a la importancia de sus respectivas inversiones específicas. También Porter (1992) recomendó que el consejo de administración cuente con representantes de todos los *stakeholders* significativos, incluyendo clientes importantes,

Cuadro n.º 3: **Planes de participación financiera para los empleados**

Unidades empresariales, de más de 200 trabajadores, con planes de participación financiera. Cifras en porcentaje. Datos de 1999/2000

País	Participación en accionariado	Con amplia cobertura (*)	Participación en los beneficios	Con amplia cobertura (*)
Bélgica	29	38	22	55
Dinamarca	21	70	15	52
Alemania	20	50	71	25
Grecia	23	23	19	39
España	19	26	25	52
Francia	41	56	87	97
Irlanda	34	47	29	83
Italia	15	13	15	53
Países Bajos	45	47	59	93
Austria	9	41	66	38
Portugal	5	40	25	67
Finlandia	30	50	35	77
Suecia	26	46	27	70
Reino Unido	45	67	37	81
<b>Total U.E.</b>	<b>31</b>	<b>52</b>	<b>45</b>	<b>63</b>

(\*) Se entiende por amplia cobertura el hecho de que los planes alcancen a más del 50 por ciento de los trabajadores. Los porcentajes se refieren a las unidades empresariales que disponen efectivamente de los respectivos planes de acuerdo con la columna precedente.

Fuente: Comisión de las Comunidades Europeas (2002).

proveedores, empleados, financieros e incluso la comunidad circundante.

Sin embargo, algunos temen que semejante proceder induciría conflictos continuos e irresolubles en ese órgano de gobierno, de modo que proponen otras soluciones sin renunciar al enfoque de fondo. Así, Kay (1996), en su «modelo fiduciario de empresa», defiende un consejo de administración independiente de todos y cada uno de los partícipes, con el

fin de que actúe en interés de la firma, o sea, del conjunto de *stakeholders*.<sup>14</sup> Blair y Stout (1999) se sitúan en una línea análoga

<sup>14</sup> Páginas atrás se ha hecho referencia a la controversia mantenida durante los años treinta entre Adolph A. Berle y E. Merrick Dodd. Pues bien, ya entonces este último presentó la figura de los administradores como «fiduciarios» de todos los partícipes (véase Dodd, 1932). Y algo más de veinte años después, en un libro de homenaje a Dodd, Berle concedió que, en el plano jurídico, los poderes de una compañía son mantenidos de manera fiduciaria para la colectividad en su conjunto (Orts, 1992).

a la de Kay. De hecho, existe —por ejemplo— el caso de la legislación holandesa, que prevé que el consejo de administración se guíe y actúe en función de los mejores intereses de la compañía, lo cual no es necesariamente sinónimo de los mejores intereses de los accionistas sólo; el criterio fundamental es que ninguna conveniencia subsidiaria puede prevalecer frente a lo que resulta adecuado para la firma en su conjunto (Hooghiemstra y Van Manen, 2002). El problema de este tipo de soluciones es alcanzar un consenso sobre cómo se elige el grupo de «justos y pacificadores» responsables de la empresa.

Dentro de una propuesta más detallada y compleja, Turnbull (1997, 2000, 2002) apunta un modelo de separación de poderes, con la creación de comités diversos, muy influido por la práctica de las cooperativas de Mondragón, entre algunas otras experiencias que cita. Su esquema intenta evitar la corrupción que toda concentración de poder genera; articular contrapesos para facilitar el arbitraje entre intereses distintos; resolver los frecuentes problemas de información; y aprovechar las ventajas del gobierno empresarial basado en la creación y el funcionamiento de «redes» de confianza/cooperación y competencia. Como idea general, suele dibujar una estructura con un comité de dirección ejecutiva y un consejo de supervisión o vigilancia, junto con un congreso y/o varias asambleas de *stakeholders* —aparte de que exista un consejo social, en forma de comité de empresa para los trabajadores—. La separación entre los dos primeros órganos ya existe en diversos países. Pero ahora sugiere

que el consejo de supervisión sea elegido por los propietarios legales de la compañía sobre la base democrática de un voto por accionista —independientemente del número de acciones poseídas—, como una vía para reforzar la protección de los pequeños accionistas; en algunos de sus esquemas, los partícipes no accionistas pueden tener cierta presencia en dicho órgano, aunque con frecuencia prefiere no hacerlo para evitar reunir en un mismo consejo a representantes de grupos demasiado heterogéneos entre sí.

En la perspectiva de Turnbull, esta especie de «senado» debería controlar las remuneraciones de los miembros del comité de dirección ejecutiva, los criterios contables aplicados, la actuación de los auditores y asuntos similares, además de tener capacidad de veto en situaciones conflictivas que pierdan de vista los intereses del conjunto de la compañía. Un veto anulable, pero sólo por acuerdo de una mayoría muy cualificada de las acciones representativas del capital social. En cambio, los miembros del comité de dirección ejecutiva serían nombrados por la vía del procedimiento «plutocrático» habitual: a mayor volumen de acciones poseídas, mayor número de votos. Junto a estos dos órganos, recomienda crear un panel de proveedores, una asamblea de empleados y un foro de clientes, englobables —en su caso— en un congreso de *stakeholders*. Estas últimas estructuras son básicas para contar con información fiable e independiente acerca de la actuación de la firma. Se encargarían de formular indicadores para medir los resultados alcanzados por la compañía; tendrían encomendadas tam-

bién tareas de evaluación y control con carácter no vinculante; y, en general, desempeñarían funciones consultivas o asesoras, lo que puede incluir proponer a los accionistas el nombramiento de determinadas personas para —al menos— el consejo de vigilancia.

Precisamente, Driver y Thompson (2002) se centran en el análisis de los problemas prácticos que implicaría la aplicación de un enfoque en la línea de Turnbull. Aportan una idea fundamental: la democracia empresarial no ha de entenderse en los términos tradicionales de representación, con cuerpos electorales bien organizados, votaciones formales y comisionados elegidos para defender los correspondientes intereses a la hora de adoptar decisiones. Con frecuencia, sería imposible hacerlo así. Más bien, puede ser necesario pensar en el nombramiento de «campeones»<sup>15</sup> o delegados leales, diferentes para cada tipo de «intereses»; es una solución práctica sobre todo en el caso de grupos de partícipes difíciles de organizar —no ocurre así con accionistas o trabajadores, por ejemplo—. Organizaciones no gubernamentales (ONGs) que gocen de gran reputación pueden ser útiles al respecto; al igual que las asociaciones profesionales, las organizaciones internacionales con experiencia en establecer «paneles de expertos», etc. En la visión de Driver y Thompson, estos delegados de los *stakeholders* podrían incluso formar parte del «senado» (consejo de vigilancia), de forma similar a los consejeros externos e inde-

pendientes de los que tanto se habla en los «códigos de buen gobierno empresarial» más convencionales.

### 5.3. Conflictos, objetivos y evaluación de resultados en la empresa *stakeholder*

Hablando del objetivo económico general que debe guiar la dirección y gestión de la empresa *stakeholder*, se señaló en su momento que podría ser la creación de riqueza para todos los partícipes. Los defensores del modelo financiero de firma insisten en que, en la práctica, es muy difícil maximizar una función objetivo tras la que se amparan tan diversos intereses. Ahora bien, Allen y Gale (2000b, pág. 380) creen que ni siquiera los objetivos de las compañías estadounidenses son tan únicos, simples y tajantes —maximizar la riqueza de los accionistas— como suele decirse. Y añaden que las empresas son ecosistemas donde viven y florecen especies muy diversas, pero en las que existe una comunidad de intereses, lo cual puede explicar que parezcan tener un conjunto coherente de objetivos. En el mismo sentido, Aoki (1984) ha insistido en la posibilidad de que los partícipes tengan mayor interés en cooperar que en sufrir los costes derivados de los conflictos, máxime cuando el logro de sus objetivos individuales depende en buena medida de la supervivencia y el desarrollo de la compañía.

En cualquier caso, debemos aceptar de antemano que, en ocasiones, las discrepancias entre los partícipes son inevitables. Sin embargo, también es preciso aclarar que, de hecho, los conflictos pue-

---

<sup>15</sup> En el sentido figurado con el que aparece ese término en los diccionarios, es decir, «defensor esforzado de alguna causa o doctrina».

den aparecer en cualquier estructura de gobierno empresarial —y, desde luego, en el modelo financiero—. Por tanto, lo que interesa es la eficiencia relativa de cada modelo a la hora de resolverlos (Tirole, 2001). Y esto sin perder de vista la equidad (Etzioni, 1998), que parece un término cada vez más olvidado en algunos enfoques del análisis económico.

Como afirma Tirole (2001), en una situación de conflicto de intereses, cabe imaginar que el control compartido —para proteger a los diversos partícipes— podría ser el mal menor. La existencia de múltiples intereses en la empresa, asociados con el bienestar de cada grupo de *stakeholders*, sugiere enfocar el tema desde las aportaciones del análisis económico en torno a los trabajos o actividades multitarea. En consecuencia, aparece la cuestión de los incentivos implícitos, asunto importante en políticos, funcionarios y buen número de empleados, quienes tienen poca retribución ligada al rendimiento. A partir de ahí, deberíamos esforzarnos por investigar más el diseño de incentivos (explícitos e implícitos) para los administradores y directivos de la firma, de modo que se preocupen por la suma de los excedentes de los partícipes, en vez de sólo por el excedente de los accionistas. Se sabe de antemano que no es un tema fácil: los Gobiernos pueden ser considerados los responsables de una organización *stakeholder* que abarca a toda la sociedad; y son bien conocidas las dificultades que plantea el diseño de incentivos adecuados para políticos y funcionarios.

Además, probablemente, los adversarios del modelo *stakeholder* están anclados en la tradicional visión de «ganado-

res *versus* perdedores», de modo que no prestan atención a situaciones donde todos salen ganando. Como argumentó Tannenbaum (1986), si concebimos el poder como la capacidad para conseguir lo que uno desea, y no como el dominio para impedir que otros obtengan lo suyo, entonces la distribución del poder no es necesariamente un juego de suma cero. En un mundo que empieza a ser en buena medida «relacional», no cabe pensar en incrementar el poder debilitando a otros partícipes con los que se mantienen complementariedades y conexiones en red. La misma teoría de la agencia puede generalizarse 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. En tal marco, los eventuales comportamientos discrecionales de los directivos —orientados a utilizar la compañía en su propio provecho— quedarían limitados por las actuaciones de los partícipes al intentar defender sus intereses específicos. Es decir, cuando un agente se ve condicionado por diferentes factores —incluyendo diversos *stakeholders*—, se reduce su margen de maniobra para buscar beneficios personales, en tanto en cuanto ha de perseguir objetivos múltiples y, a menudo, en conflicto. En consecuencia, la capacidad productiva de la empresa puede verse potenciada a largo plazo. De paso, esto permite comprender que incluir representantes de —por ejemplo— los acreedores, los empleados o los proveedores en el consejo de administración no aumentaría *per se* la discrecionalidad de los directivos. Al fin y al cabo, podemos

afirmar que estos últimos serían supervisados por dicho consejo de un modo similar al procedimiento aplicado en una democracia para el control del poder ejecutivo por el legislativo, de manera que dicho control no desaparece por el hecho de que sean diversas las fuerzas políticas con representación parlamentaria (véase Becht y otros, 2002; Cook y Deakin, 1999; Hill y Jones, 1992; Wright y otros, 2001).

Sin duda, tenemos todavía importantes desafíos a la hora de trasladar el enfoque teórico de la firma pluralista a un diseño concreto y aplicable de sus variados mecanismos de gobierno. Ahora bien, en la práctica, se parte al menos con una ventaja: el hecho de que los *stakeholders* puedan tener intereses contrapuestos no sitúa al consejo de administración o a los demás órganos de la alta dirección ante una situación muy distinta de la que se encuentran habitualmente, pues están acostumbrados a tener que arbitrar soluciones para objetivos y reivindicaciones en conflicto. Esta es la esencia del gobierno de cualquier sociedad u organización (Vinten, 2001).

Por otra parte, si el objetivo último de la empresa *stakeholder* es crear riqueza para todos los partícipes, se necesitarán mecanismos que permitan una supervisión efectiva en torno a este objetivo, lo que puede verse facilitado si cada grupo de *stakeholders* cuenta con alguna vía de intervención en la dirección y gestión de la compañía. Eso sí, nos encontramos con un insuficiente desarrollo de los instrumentos para medir esa creación de riqueza. Únicamente disponemos de aproximaciones imperfectas. Además, no tenemos un mercado organizado que valore el impac-

to de las decisiones empresariales sobre el bienestar de los partícipes. En cambio, el modelo financiero cuenta con un valor de mercado de las acciones —aunque también es verdad que, en muchos países, incluso empresas importantes no cotizan en Bolsa—. Resulta claro, pues, que para mejorar la aplicación del modelo *stakeholder*, hemos de desarrollar criterios e instrumentos apropiados para medir el objetivo de la compañía y su cumplimiento.

De entrada, habría que precisar lo que entendemos por creación de riqueza total, o para todos los partícipes. Charreaux y Desbrières (1998, pág. 62) han propuesto una medida del valor creado para los *stakeholders* durante un periodo «por diferencia entre las ventas valoradas al precio de oportunidad<sup>16</sup> y la suma de los costes de oportunidad para los diferentes aportantes de recursos». Viene a ser el conjunto de las rentas y cuasi-rentas económicas percibidas por clientes, empleados, proveedores, accionistas, etc., lo que está relacionado con el logro por la empresa de ventajas competitivas y el esfuerzo innovador constantemente desarrollado para sostenerlas en el tiempo. Si uno de estos grupos consigue una renta o cuasi-renta económica a costa de otro grupo, estaría «explotándolo», no creando valor. Los citados autores admiten las dificultades para aplicar esa medida en la práctica, por las estimaciones que requiere al intervenir costes de oportunidad; pero

---

<sup>16</sup> Este precio es el coste de oportunidad del cliente: lo que éste estaría dispuesto a pagar, a la vista de los precios aplicados por las demás empresas para el mismo producto.

hacen notar que no menos discutible es el cálculo del coste del capital propio en el que se basa el modelo financiero de empresa. De ahí que, ante el peligro de todo lo mensurable, sugieran avanzar en la investigación de otros enfoques complementarios para el valor creado, quizá más cualitativos.

Ahora está en pleno apogeo el desarrollo de una contabilidad encaminada a informar acerca de los determinantes del valor sustancial de la empresa: modelo de negocio, recursos y competencias esenciales, valoración de activos intangibles y capital organizacional, también denominado capital intelectual (clasificable en humano, estructural<sup>17</sup> y relacional), oportunidades de crecimiento, riesgos, etc., en el marco de un horizonte temporal multiperiodo y con un sistema multidimensional de medida de los resultados —indicadores clásicos, referidos al pasado, junto con indicadores sobre los determinantes del resultado (*performance*) futuro; indicadores internos e indicadores externos—. La difusión y generalización de las informaciones sobre el valor sustancial sería ya un paso hacia delante para ir aproximándonos al valor *stakeholder* (véase Hoarau y Teller, 2001, caps. 3-4).<sup>18</sup>

<sup>17</sup> Sistemas, procedimientos, rutinas, bases de datos, cultura, etc., de la organización.

<sup>18</sup> La Unión Europea ha animado las investigaciones en torno a cómo medir los activos intangibles, con proyectos como MAGIC (Measuring and accounting intellectual capital, con información disponible en <http://www.profactor.at/magic/english/frame.html>) o MERITUM (Measuring intangibles to understand and improve innovation management), este último dirigido desde la Universidad Autónoma de Madrid por el Prof. Leandro Cañibano, en colaboración con varios expertos españoles y de otros cinco países europeos (véase <http://www.uam.es/proyectosinv/meritum>, o <http://www.fek.su.se/home/bic/meritum>).

También podría ser de ayuda en este sentido el perfeccionamiento de informaciones tan clásicas como las relativas al valor añadido (Haller y Stolowy, 1998), concepto esencial en el cálculo de la renta nacional. Recientemente, Boston Consulting Group ha utilizado el valor añadido como punto de partida para definir su «Workonomics Index», que pretende poner de relieve la importancia del factor humano en la creación de valor (se calcula como el valor añadido menos el coste del capital financiero invertido, dividido por el número de empleados). Además, cabe reexaminar la utilidad del hoy casi olvidado «excedente de productividad global», que era un intento de calcular el incremento del valor creado en términos de bienes y servicios, así como su distribución entre los diferentes partícipes.<sup>19</sup>

Por otro lado, no han de perderse de vista las aportaciones derivadas de la «contabilidad social» de la compañía, que tanto abundaron hace unas décadas —en los años setenta y principios de los ochenta, con el «balance social» de la empresa—. Es obvio que el abandono de todas estas cuestiones durante los pasados años guarda una relación directa con el auge del modelo financiero de empresa. Hoy, vuelven a ponerse de moda, muchas veces bajo la denominación de *stakeholder reporting*, aunque, a decir verdad, esto último sea todavía

<sup>19</sup> Véase Maroto Acín (1980). Por su parte, Desfaits y Gillot-Chapaz (2000) repasan la historia y el contenido del concepto y de sus derivaciones, incluyendo el denominado modelo de productividad global de distribución.

más bien una «etiqueta comercial».<sup>20</sup> En lo que atañe a la esfera de la empresa privada, esa «contabilidad social» unas veces se circunscribe a la elaboración y difusión de informaciones relativas a una serie muy concreta de partícipes o de vertientes de la actividad de la compañía (típicamente, accionistas, empleados, clientes, proveedores y medio ambiente); en otras ocasiones, amplía su ángulo de análisis, para ofrecer un dibujo global de todas las interacciones de la organización con su entorno —es lo que Mathews (1993, pág. 59) denomina «contabilidad del impacto total»—. La información presentada suele tener un contenido de naturaleza diversa: narrativo (afirmaciones, hechos, intenciones); cualitativo; o cuantitativo, sean datos financieros o no (véase Gray y otros, 1996).<sup>21</sup>

---

<sup>20</sup> Véase Deegan (2000, cap. 9) y Zhang y otros (2000). Un resumen de las últimas investigaciones en contabilidad social y medioambiental lo ofrece Mathews (2000).

<sup>21</sup> Existen varias asociaciones o entidades que animan la potenciación del stakeholder reporting. Cabe destacar, como ejemplo, la Global Reporting Initiative (GRI). En su web ([www.globalreporting.org](http://www.globalreporting.org)) podemos encontrar un detallado documento con su propuesta en esta materia, bajo el título de Sustainability Reporting Guidelines (última edición, 2002). Presenta una relación de «principios» aplicables al respecto, junto con el contenido que sugiere para el correspondiente informe. Incluye una larga lista de indicadores de diversa naturaleza. En la misma web, se dispone de enlaces para acceder a los informes publicados por una serie de compañías de todo el mundo, algunas de ellas españolas. También puede tenerse en cuenta la recomendación denominada AccountAbility 1000 (abreviadamente, AA1000), proveniente del Institute of Social and Ethical Accountability ([www.accountability.org.uk](http://www.accountability.org.uk)). Precisamente, hace poco tiempo, la legislación francesa ha sido reformada para requerir que las compañías cotizadas en Bolsa informen en sus memorias anuales acerca de las consecuencias laborales, sociales y medioambientales de sus actividades. Algunos informes o recomendaciones de otros países europeos van en la

## 6. CONSIDERACIONES FINALES

En las páginas precedentes se ha intentado presentar una síntesis del contenido, las aportaciones y el debate en torno al modelo *stakeholder* de empresa. En la actualidad, algunas fuerzas políticas, determinadas asociaciones o foros de empresarios y diversas organizaciones no gubernamentales han renovado su atención hacia este enfoque pluralista de la firma, en el que adquiere singular relieve la preocupación por la responsabilidad social y la ciudadanía empresarial.

Así, dentro de los principios relativos al gobierno de la empresa, la OCDE (1999) incluye ya algunas referencias a los *stakeholders*. En concreto: (a) requiere respetar sus derechos legales; (b) anima a

---

misma dirección (Weil, Gotshal y Manges, 2002, págs. 37 y 49). Ahora bien, por lo general, en Europa el derecho positivo ha progresado más respecto a la difusión de informaciones sobre los empleados como stakeholders que en relación con otros partícipes no financieros. Por el contrario, en Estados Unidos y Australia parece que la correspondiente regulación se ha centrado en el medioambiente más que en los trabajadores (Cheffins, 1999). No obstante, es significativo que, con fecha de 30 de mayo de 2001, la Comisión de las Comunidades Europeas haya aprobado una Recomendación relativa al reconocimiento, la medición y la publicación de las cuestiones medioambientales en las cuentas e informes anuales de las empresas (2001/453/CE). En España, tal recomendación ha servido de base para las normas establecidas al respecto por el Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas en su resolución de 25 de marzo de 2002. Este Instituto ha publicado poco después un Libro Blanco que contiene un Informe sobre la situación actual de la contabilidad en España y líneas básicas para abordar su reforma; en él hay también algunos comentarios (págs. 159 y sigs.) en torno específicamente a la información de carácter medioambiental y, más en general, de tipo social, poniendo énfasis en las relaciones con los empleados y las diversas comunidades territoriales.

la cooperación activa entre ellos y las compañías, para fomentar la realización de inversiones específicas en capital físico y humano, con la finalidad de generar riqueza, crear puestos de trabajo y alcanzar la sostenibilidad de empresas financieramente solventes; (c) sugiere articular mecanismos que potencien su participación en el gobierno de las firmas, con el consiguiente acceso a la información relevante; y (d) propone que el consejo de administración tenga en cuenta a los partícipes, sin perjuicio de que deba defender los mejores intereses de la empresa y de sus accionistas.<sup>22</sup>

Además, no faltan ejemplos de leyes o sentencias judiciales que recogen en

cierta medida algunos legítimos derechos de los *stakeholders*. Esto ocurre no sólo allí donde, formal o informalmente, los partícipes tienen desde hace tiempo un apreciable protagonismo (Japón, Alemania, Austria, Holanda, países escandinavos; e incluso, aunque sea en menor medida, Francia, Italia o España). También sucede en naciones tradicionalmente muy identificadas con el modelo financiero de empresa. Así, Monks y Minow (2001, pág. 37) señalan que, en Estados Unidos, más de la mitad de sus estados han aprobado leyes que permiten a los administradores de las compañías —a veces, incluso les exigen— tener en cuenta la repercusión de sus actuaciones sobre otros partícipes distintos de los accionistas, principalmente en caso de ofertas públicas de adquisición, fusiones, etc.; sin embargo, casi siempre se interpreta que no han de perderse de vista los intereses a largo plazo de los propietarios de las firmas. Además, según Sternberg (1999), en el Reino Unido la protección de los derechos específicos de los partícipes se recoge en al menos cuarenta y cuatro normas, aparte de lo previsto en las regulaciones de la Unión Europea.

De hecho, el 16 de julio de 2002 el gobierno británico presentó un *Libro Blanco* sobre la modernización de la ley de sociedades mercantiles, tras cuatro años de debate. En el mismo, se mantiene como objetivo básico de las empresas servir los mejores intereses del conjunto de los accionistas; no obstante, también se afirma que las decisiones de los administradores de las compañías y la información difundida por éstas (*reporting*) deberían tener en cuenta a los restantes partícipes

---

<sup>22</sup> En España, el Instituto de Estudios Superiores de la Empresa (IESE), la Fundación Entorno y PricewaterhouseCoopers han promovido la elaboración de un «Código de gobierno para una empresa sostenible» (véase [http://www.fundacion-entorno.org/pr\\_so\\_3.asp](http://www.fundacion-entorno.org/pr_so_3.asp)). La versión final es de marzo de 2002. Sus redactores entienden por empresa sostenible «aquella que crea valor económico, medioambiental y social a corto y largo plazo, contribuyendo de esa forma al aumento del bienestar y al auténtico progreso de las generaciones presentes y futuras, tanto en su entorno inmediato como en el planeta en general» (pág. 8). Insisten en que el máximo órgano de gobierno de la compañía es responsable ante sus diversos stakeholders, lo cual implica la difusión de las correspondientes informaciones relevantes. Por tanto, en todas las decisiones, dicho órgano ha de tener en cuenta de manera efectiva los intereses de los diferentes partícipes, lo cual implica que debe dar prioridad al diálogo y al establecimiento de relaciones con ellos. Eso sí, en su versión final, tras un amplio periodo de consulta y revisión, el mencionado código ya no afirma lo siguiente, que figuraba en la versión preliminar (pág. 25) de marzo de 2001: «El consejo de administración incluirá entre sus miembros a representantes de los stakeholders consuntanciales [empleados, accionistas y socios estratégicos], de forma que la voz de éstos tenga suficientes garantías de ser escuchada y atendida». Parece un síntoma de que, en un entorno como el actual, con tanto peso del modelo financiero de empresa, cualquier código más orientado hacia todos los stakeholders se abre camino con dificultad.

—un reflejo del lema «economía *stakeholder*» utilizado por el partido laborista en su campaña electoral de 1997—. Esta posición gubernamental ha reabierto la controversia entre quienes desean mantener íntegro el típico modelo financiero y cuantos estiman insuficiente la consideración que se pretende otorgar a los partícipes no accionistas. Parece significativo que, según la modelización teórica de Cespa y Cestone (2002), en determinadas circunstancias, los propios accionistas podrían preferir la existencia de unas reglas formales sobre la protección de los intereses de los restantes partícipes. Sería una vía para controlar mejor a los directivos y evitar que éstos interpreten y desarrollen la responsabilidad social de la firma a su conveniencia. Ello es posible que explique por qué algunos inversores institucionales y movimientos de «activismo accionarial» presionan ahora para que los administradores y directivos aporten información acerca del resultado (*performance*) medioambiental y social de las compañías —e incluso desean que se vincule sus retribuciones con tal resultado—.

Por otra parte, recordemos que, como dijimos al comienzo, la preocupación por la responsabilidad social de las empresas se ha recogido recientemente en algunos documentos publicados por la OCDE (2001a, b), lo mismo que por la Unión Europea. La OCDE incluye, entre otras cosas, líneas de orientación y recomendaciones para las compañías multinacionales. La Unión Europea, señala un

propósito: que las firmas integren voluntariamente «las preocupaciones sociales y medioambientales en sus operaciones comerciales y sus relaciones con sus interlocutores», yendo más allá del estricto cumplimiento de las obligaciones legales (Comisión de las Comunidades Europeas, 2001, pág. 7). En paralelo, existen otras iniciativas internacionales que ofrecen «principios» y «estándares» en esta materia. Así, la denominada *Norma de Responsabilidad Social 8000* (abreviadamente, en inglés, SA8000), elaborada por Social Accountability International (SAI); la *Carta de la Tierra*; o los llamados *Nueve Principios* de la Global Compact Office de las Naciones Unidas.

Hace años, François Perroux (1981, pág. 77; ed. original, 1973) escribió: «Ya no hay trabajador, sino trabajo; ya no hay capitalismo, sino capital. Ya no hay símbolos caros a todos, sino riqueza que se pesa, se cuenta y se mide a un precio. Ya no hay vida, sino una actividad que sólo vale por su exteriorización y que se supone, a poca costa, mensurable. Ya no hay hombres, sino mercancías». Tal vez por ello, parece que queda bastante camino por recorrer en lo que atañe al desarrollo de un modelo de empresa pluralista y socialmente responsable. Algunos promotores de la teoría *stakeholder* y la ciudadanía empresarial lo reconocen. Pero, justo por ello y ahora más que nunca, es el momento de creer desesperadamente en el regreso de la cordura, o sea, de las utopías.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGHION, P. y HOWITT, P. (1996): «The observational implications of schumpeterian growth theory», *Empirical Economics*, vol. 21, págs. 13-25.
- AGLIETTA, M. (2001): «Systèmes financiers et régimes de croissance», *Revue d'Économie Financière*, núm. 61, págs. 83-116.
- ALLEN, F. y GALE, D. (2000a): «Corporate governance and competition: theoretical and empirical perspectives», en Vives, X. (ed.), *Corporate governance: theoretical and empirical perspectives*, Cambridge University Press, Cambridge, págs. 23-94.
- ALLEN, F. y GALE, D. (2000b): *Comparing financial systems*, MIT Press, Cambridge (MA).
- ANDRIOF, J. y MARSDEN, C. (1999): «Corporate citizenship: what is it and how to assess it?», *Personalführung*, vol. 8, págs. 34-41.
- AOKI, M. (1984): *The co-operative game theory of the firm*, Clarendon Press, Oxford.
- ARGANDOÑA RÁMIZ, A. (1999): «The stakeholder theory and the common good», *Journal of Business Ethics*, vol. 17, págs. 1093-1102.
- ARROW, K. (1974): *The limits of organization*, Norton, Nueva York.
- BAKER, G.; GIBBONS, R. y MURPHY, K. J. (2001): «Bringing the market inside the firm?», *American Economic Review*, vol. 91, págs. 212-218.
- BAKER, G.; GIBBONS, R. y MURPHY, K. J. (2002): «Relational contracts and the theory of the firm», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 117, págs. 39-84.
- BARNARD, C.I. (1938): *The functions of the executive*, Harvard University Press, Cambridge (MA).
- BECHT, M.; BOLTON, P. Y RÖELL, A. (2002): «Corporate governance and control», documento de trabajo núm. 9371, National Bureau of Economic Research, Cambridge (MA).
- BERLE, A.A. (1931): «Corporate powers as powers in trust», *Harvard Law Review*, vol. 44, págs. 1049-1074.
- BLAIR, M.M. (1995): *Ownership and control*, The Brookings Institution, Washington (DC).
- BLAIR, M.M. (1999): «Firm-specific human capital and theories of the firm», en Blair, M.M. y Roe, M.J. (eds.), *Employees and corporate governance*, Brookings Institution Press, Washington (DC), págs. 58-90.
- BLAIR, M.M. y STOUT, L.A. (1999): «A team production theory of corporate law», *Virginia Law Review*, vol. 85, págs. 247-328.
- BLAIR, M.M. y STOUT, L.A. (2000): «Trust, trustworthiness, and the behavioral foundations of corporate law», documento de trabajo núm. 241403, Law Center, Georgetown University, Washington (DC).
- BOATRIGHT, J.R. (2002): «Contractors and stakeholders: reconciling stakeholder theory with the nexus-of-contract firms», *Journal of Banking and Finance*, vol. 26, págs. 1837-1852.
- BUVIK, A. y REVE, T. (2002): «Inter-firm governance and structural power in industrial relationship: the moderating effect of bargaining power on the contractual safeguarding of specific assets», *Scandinavian Journal of Management*, vol. 18, págs. 261-284.
- CESPA, G. y CESTONE, G. (2002): «Stakeholder activism, managerial entrenchment, and the congruence of interests between shareholders y stakeholders», documento de trabajo, Universitat Pompeu Fabra, Barcelona.
- CHARREAUX, G. (1998): «Le rôle de la confiance dans le système de gouvernance des entreprises», *Économies et Sociétés* (Sciences de Gestion), vol. 32, págs. 47-65.
- CHARREAUX, G. y DESBRIÈRES, P. (1998): «Gouvernance des entreprises: valeur partenariale contre valeur actionnariale», *Finance Contrôle Stratégie*, vol. 1, págs. 57-88.
- CHEFFINS, B.R. (1999): «Corporate governance reform: Britain as an exporter», documento de trabajo, Faculty of Law, University of Cambridge, Cambridge.
- CLARKSON, M.B.E. (1995): «A stakeholder framework for analyzing corporate social performance», *Academy of Management Review*, vol. 20, págs. 92-117.
- COHEN, D. y PRUSAK, L. (2001): *In good company: how social capital makes organizations work*, Harvard Business School Press, Boston (MA).
- COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS (2001): *Libro verde. Fomentar un marco europeo para la responsabilidad social de las empresas*, COM (2001) 366 final, Bruselas, 18 de julio.
- COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS (2002): *Comunicación de la Comisión al Con-*

- sejo, al Parlamento Europeo, al Comité Económico y Social y al Comité de las Regiones relativa a un marco para la participación financiera de los trabajadores, COM (2002) 354 final, Bruselas, 5 de julio.
- COOK, J. y DEAKIN, S. (1999): «Stakeholding and corporate governance: theory and evidence on economic performance», documento de trabajo, ESCR Centre for Business Research, University of Cambridge, Cambridge.
- DALLAS, L.L. (2002): «The new managerialism and diversity on corporate boards of directors», documento de trabajo núm. 38 sobre Public Law and Legal Theory, School of Law, University of San Diego, San Diego.
- DEEGAN, C. (2000): *Financial accounting theory*, McGraw-Hill, Sydney.
- DESTAIS, G. Y GILLOT-CHAPPAZ, A. (2000): «La productivité revisitée», documento de trabajo núm. 23, Institut d'Économie et de Politique de l'Énergie», CNRS-Université Pierre Mendès France, Grenoble.
- DOBSON, J. y WHITE, J. (1995): «Toward the feminine firm: an extension to Thomas White», *Business Ethics Quarterly*, vol. 5, págs. 463-478.
- DODD, E.M. (1932): «For whom are corporate managers trustees?», *Harvard Law Review*, vol. 45, págs. 1145-1163.
- DONALDSON, T. (1982): *Corporations and morality*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs (NJ).
- DONALDSON, T. (1989): *The ethics of international business*, Oxford University Press, Nueva York.
- DONALDSON, T. y PRESTON, L.E. (1995): «The stakeholder theory of the corporation: concepts, evidence, implications», *Academy of Management Review*, vol. 20, págs. 65-91.
- DRÈZE, J.H. (1976): «Some theory of labor management and participation», *Econometrica*, vol. 44, págs. 1125-1139.
- DRIVER, C. y THOMPSON, G. (2002): «Corporate governance and democracy: the stakeholder debate revisited», *Journal of Management and Governance*, vol. 6, págs. 111-130.
- EBER, N. (2001): «Les relations bancaires de long terme: une revue de la littérature», *Revue d'Économie Politique*, vol. 111, págs. 195-246.
- ETZIONI, A. (1998): «A communitarian note on stakeholder theory», *Business Ethics Quarterly*, vol. 8, págs. 679-691.
- EVAN, W.M. y FREEMAN, R.E. (1988): «A stakeholder theory of the modern corporation: Kantian capitalism», en Beauchamp, T.L. y Bowie, N.E. (eds.), *Ethical theory and business*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs (NJ), 3.ª ed., págs. 101-105.
- FREEMAN, R.E. (1995): «Stakeholding thinking: the state of art», en Näsi, J. (ed.), *Understanding stakeholder thinking*, LSR Publications, Helsinki, págs. 35-46.
- FULLER, J. y JENSEN, M.C. (2002): «Just say no to Wall Street», *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 14, págs. 41-46.
- GRAY, R.; OWEN, D. y ADAMS, C. (1996): *Accounting and accountability: changes and challenges in corporate social and environmental reporting*, Prentice-Hall, Londres.
- HALAL, W.E. (2001): «The collaborative enterprise: a stakeholder model uniting profitability and responsibility», *Journal of Corporate Citizenship*, vol. 2, págs. 27-42.
- HALLER, A. y STOLOWY, H. (1998): «Value added in financial accounting: a comparative study of Germany and France», en Sale, J.T. (ed.), *Advances in International Accounting*, vol. 11, JAI Press, Greenwich (Conn.), págs. 23-51.
- HART, O. (1989): «An economist's perspective on the theory of the firm», *Columbia Law Review*, vol. 89, págs. 1757-1774.
- HILL, C.W.L. y JONES, T.M. (1992): «Stakeholder-agency theory», *Journal of Management Studies*, vol. 29, págs. 131-154.
- HIRIGOYEN, G. y PICHARD-STAMFORD, J.P. (1998): «La confiance, un outil de la finance organisationnelle: une synthèse de la littérature récente», *Économies et Sociétés (Sciences de Gestion)*, vol. 32, págs. 219-234.
- HOARAU, C. y TELLER, R. (2001): *Création de valeur et management de l'entreprise*, Vuibert, París.
- HOOGHIEMSTRA, R. y VAN MANEN, J. (2002): «Supervisory directors and ethical dilemmas: exit or voice?», *European Management Journal*, vol. 20, págs. 1-9.
- JENSEN, M.C. (2001): «Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function», *European Financial Management*, vol. 7, págs. 297-317.
- JONES, T.M. y WICKS, A.C. (1999): «Convergent stakeholder theory», *Academy of Management Journal*, vol. 24, págs. 206-221.
- KAY, J. (1996): *The economics of business*, Oxford University Press, Oxford.

- KENNEDY, A.A. (2000): *The end of shareholder value*, Orion Business Books, Londres.
- KEY, S. (1999): «Toward a new theory of the firm: a critique of stakeholder theory», *Management Decision*, vol. 37, págs. 317-328.
- KNIGHT, F. H. (1971): *Risk, uncertainty, and profit*, University of Chicago Press, Chicago. Edición original, 1921.
- KUNZ, R.M. y LUCATELLI, A. (2000): «The real worth of shareholder value», *Credit Suisse Economic Briefing*, núm. 17, págs. 1-21.
- LAHOVARY, C. (1999): «Employee representation, codetermination, and business performance», documento de trabajo, ESCR Centre for Business Research, University of Cambridge, Cambridge.
- LEENDERS, R.T. y GABBAY, S.M. (eds.) (1999): *Corporate social capital and liability*, Kluwer, Boston (MA).
- LINDBLOM, C.E. (2002): *El sistema de mercado*, Alianza, Madrid.
- MARCH, J.G. y SIMON, H.A. (1961): *Teoría de la organización*, Ariel, Barcelona.
- MARCOUX, A.M. (2000): «Business ethics gone wrong», *Cato Policy Report*, vol. 22, págs. 1-7.
- MAROTO ACÍN, J.A. (1980): *Consideraciones en torno al excedente de productividad global*, Ed. Universidad Complutense de Madrid, Madrid.
- MARSDEN, C. y ANDRIOFF, J. (1998): «Towards an understanding of corporate citizenship and how to influence it», *Citizenship Studies*, vol. 2, págs. 329-352.
- MARSHALL, A. (1946): *Principles of economics: an introductory volume*, Macmillan, Londres, 8.ª ed. Edición original, 1920.
- MATHEWS, M.R. (1993): *Socially responsible accounting*, Chapman and Hall, Londres.
- MATHEWS, M.R. (2000): «The development of social and environmental accounting research 1995-2000», documento de trabajo núm. 205, School of Accountancy, Massey University, Palmerston North.
- MILGROM, P. y ROBERTS, J. (1993): *Economía, organización y gestión de la empresa*, Ariel, Barcelona.
- MITCHELL, R.K.; AGLE, B.R. y WOOD, D.J. (1997): «Towards a theory of stakeholder identification and salience: defining the principle of who and what really counts», *Academy of Management Journal*, vol. 22, págs. 853-886.
- MONKS, R.A.G. y MINOW, N. (2001): *Corporate governance*, Blackwell, Oxford, 2.ª ed.
- MOORE, G. (1999): «Tinged shareholder theory: or what's so special about stakeholders?», *Business Ethics. A European Review*, vol. 8, págs. 117-127.
- NELSON, R.R. y WINTER, S.G. (1982): *An evolutionary theory of economic change*, Harvard University Press, Cambridge (MA).
- NICKELL, S. (1996): «Competition and Corporate Performance», *Journal of Political Economy*, vol. 104, págs. 724-746.
- NICKELL, S.; NICOLITSAS, D. y DRYDEN, N. (1997): «What makes firm perform well?», *European Economic Review*, vol. 41, págs. 783-796.
- OCDE (1999): *Principes de l'OCDE relatifs au gouvernement d'entreprise*, Organisation de Coopération et de Développement Économiques, Paris.
- OCDE (2001a): *Responsabilité des entreprises: initiatives privées et objectifs publics*, Organisation de Coopération et de Développement Économiques, Paris.
- OCDE (2001b): *Principes directeurs de l'OCDE à l'intention des entreprises multinationales. La responsabilité des entreprises: instruments mondiaux*, Organisation de Coopération et de Développement Économiques, Paris.
- ORTS, E.C. (1992): «Beyond shareholders: interpreting corporate constituency statutes», *George Washington Law Review*, vol. 61, págs. 14-135.
- PAULUS, O. y ROTH, F. (2000): «Une grille pour une comparaison internationale des gouvernements d'entreprise: application au cas de la France et de l'Allemagne sous l'angle de la confiance», XV Journées nationales des IAE, Bayona-Biarritz, 6-8 de septiembre.
- PERROUX, F. (1981): *Poder y economía*, Ediciones ICE, Madrid. Edición original en francés, 1973.
- PFEFFER, J. y SALANCIK, G.R. (1978): *The external control of organizations: a resource dependence perspective*, Harper and Row, Nueva York.
- POPPO, L. y ZENGER, T. (2002): «Do formal contracts and relational governance function as substitutes or complements?», *Strategic Management Journal*, vol. 23, págs. 707-725.
- PORTER, M.E. (1992): «Capital choices: changing the way America invests in industry», *Journal of Applied Corporate Finance*, vol. 5, págs. 4-16.

- PRAHALAD, K. (1997): «Corporate governance or corporate value added?: rethinking the primacy of shareholder value», en Chew, D. (ed.), *Studies in international corporate finance and governance system*, Oxford University Press, Oxford, págs. 46-56.
- PUTNAM, R. D. (1993): «The prosperous community: social capital and public life», *American Prospect*, vol. 13, págs. 25-42.
- PUTNAM, R. D. (1995): «Bowling alone: America's declining social capital», *Journal of Democracy*, vol. 6, págs. 65-78.
- RAJAN, R.G. y ZINGALES, L. (1998): «Power in a theory of the firm», *Quarterly Journal of Economics*, vol. 113, págs. 387-432.
- RAJAN, R.G. y ZINGALES, L. (2001): «The influence of the financial revolution on the nature of firms», *American Economic Review*, vol. 91, págs. 206-211.
- RHENMAN, E. (1968): *Industrial democracy and industrial management*, Tavistock, Londres.
- ROB, R. y ZEMSKY, P. (2001): «Social capital, corporate culture and the incentive intensity», documento de trabajo núm. 2001/05/EPS/SM, INSEAD, Fontainebleau.
- RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, J.M. (2002): «Globalización y violencia socioeconómica del nuevo institucionalismo: una reflexión para educadores», *Revista Interuniversitaria de Formación del Profesorado*, núm. 44, págs. 37-53.
- SALAS FUMÁS, V. (1999): *El gobierno de la empresa*, Centre d'Economia Industrial, Barcelona.
- SHLEIFER, A. y VISHNY, R.W. (1997): «A survey of corporate governance», *Journal of Finance*, vol. 52, págs. 737-783.
- SLINGER, G. (1998): «Spanning the gap: the theoretical principles that connect stakeholder policies to business performance», documento de trabajo, ESCR Centre for Business Research, University of Cambridge, Cambridge.
- STERNBERG, E. (1997): «The defects of stakeholder theory», *Corporate Governance*, vol. 5, págs. 3-10.
- STERNBERG, E. (1999): *The stakeholder concept: a mistaken doctrine*, Foundation for Business Responsibilities, Londres.
- STIGLITZ, J.E. (1985): «Credit market and the control of capital», *Journal of Money, Credit, and Banking*, vol. 17, págs. 133-152.
- TALMUD, I. (1999): «Corporate social capital and liability: a conditional approach to three consequences of corporate social structure», en Leenders, R.T. y Gabbay, S.M. (eds.), *Corporate social capital and liability*, Kluwer, Boston (MA), págs. 106-117.
- TANNENBAUM, A.S. (1986): «Controversies about control and democracy in organizations», en Stern, R.N. y McCarthy, S. (eds.): *The organizational practice of democracy*, Wiley, Chichester, págs. 279-303.
- TEECE, D.J. y PISANO, G. (1994): «The dynamic capabilities of firms: an introduction», *Industrial and Corporate Change*, vol. 3, págs. 537-556.
- TIRAS, S.L.; RUF, B. y BROWN, R.M. (1997): «The effects of implicit stakeholder claims on firm value», documento de trabajo, Pamplin College of Business, Virginia Polytechnic Institute and State University, Blacksburg (VA).
- TIROLE, J. (2001): «Corporate governance», *Econometrica*, vol. 69, págs. 1-35.
- TURNBULL, S. (1997): «Stakeholder cooperation», *Journal of Co-operative Studies*, vol. 29, págs. 18-52.
- TURNBULL, S. (2000): «Gouvernement d'entreprise: théories, enjeux et paradigmes», *Gouvernance*, vol. 1, págs. 11-43.
- TURNBULL, S. (2002): «A new way to govern», 14<sup>th</sup> Annual Meeting on Socio-Economics, Society for the Advancement of Socio-Economics, University of Minnesota, Minneapolis (MN), 27-30 de junio.
- VINTEN, G. (2001): «Shareholder versus stakeholder —is there a governance dilemma?», *Corporate Governance*, vol. 9, págs. 36-47.
- WEIL, GOTSHAL & MANGES (2002): *Comparative study of corporate governance codes relevant to the European Union and its member states*, Final report on behalf of the European Commission (Internal Market Directorate General), Bruselas.
- WICKS, A.C.; GILBERT, D.R. Jr. y FREEMAN, R.E. (1994): «A feminist reinterpretation of the stakeholder concept», *Business Ethics Quarterly*, vol. 4, págs. 475-497.
- WINDSOR, D. (1998): «The definition of stakeholder status», Annual Conference, International Association for Business and Society (IABS), Kona-Kailua (HA), junio.
- WINDSOR, D. (2002): «Stakeholder responsibilities», *Journal of Corporate Citizenship*, vol. 6, págs. 19-35.
- WRIGHT, P.; MUKHERJI, A. y KROLL, M.J. (2001): «A reexamination of agency theory assumptions»

- tions: extensions and extrapolations», *Journal of Socio-Economics*, vol. 30, págs. 413-429.
- ZHANG, J.; FRASER, I. y HILL, W.Y. (2000): «A comparative study of social audit models and reports», *Sixth Interdisciplinary Perspectives on Accounting Conference, Manchester, 9-12 de julio*.
- ZINGALES, L. (1998): «Corporate governance», en Newman, P. (ed.), *The new Palgrave dictionary of economics and the law*, Macmillan, Londres, págs. 497-503.
- ZINGALES, L. (2000): «In search of new foundations», *Journal of Finance*, vol. 55, págs. 1623-1653.