

# **GLOBALIZACIÓN Y VIOLENCIA SOCIOECONÓMICA DEL NUEVO INSTITUCIONALISMO: UNA REFLEXIÓN PARA EDUCADORES**

**JOSÉ MIGUEL RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ**

## **RESUMEN**

El objetivo fundamental del artículo es ofrecer algunas reflexiones en torno al presente modelo socioeconómico, pero haciéndolo desde una perspectiva distinta a la habitual. En concreto, se toma como eje fundamental del análisis la visión puramente financiera de la empresa y de los mercados que impregna al Nuevo Institucionalismo. A través de un ejercicio de «deconstrucción», se examinan los postulados básicos de éste, lo cual permite entender su génesis académica, razonamiento económico y carga ideológica. A partir de ahí, es fácil identificar las estrategias económicas y las técnicas de gestión que están en la base de muchos de los fenómenos que hoy percibimos. Sus negativas consecuencias constituyen un reflejo de toda una violencia socioeconómica de carácter estructural. Y, en medio de todo ello, académicos y educadores aparecen con frecuencia como agentes de difusión de ese modelo.

## **ABSTRACT**

The fundamental aim of the article is to offer some reflections about the present socio-economic model, but it will do so from a different perspective. Specifically, the pure financial vision of the firms and the markets that impregnate the New Institutionalism is considered as the analysis' fundamental axis. By using a «deconstruction» exercise, its basic postulates will be examined which will allow an understanding of its academic genesis, economic reasoning and ideological charge. Using this as a starting point, it will be easy to identify the economic strategies and management techniques which are the basis of so many phenomenons that we perceive nowadays. Its negative consequences constitute a reflection of a type of socioeconomic violence that has a structural character. And, amid this, the way that academic people and educators frequently appear as dissemination agents of that model.

## **PALABRAS CLAVE**

Sistema Económico, Institucionalismo, Técnicas de Gestión, Beneficios.

## **KEY WORDS**

Economic System, Institutionalism, Management, Profits.

*Las utopías fenecidas... ¡Qué tiempos, cuando aún podías cuidarlas y mimarlas! ¡Volverá otra vez ese tiempo, en el que no se teme a las utopías?*

Elías Canetti, *Apuntes 1973-1984*.

## 1. INTRODUCCIÓN

Durante las últimas dos décadas, la economía ha desbordado sus límites tradicionales como ciencia de la administración de los recursos escasos. En una evolución que, curiosamente, tiene mucho de marxiano, pero partiendo de un conjunto de valores y creencias bien diferente, la economía ha invadido casi todas las esferas del quehacer humano, difundiendo una propuesta ideológica muy concreta y con pretensiones de abarcar la totalidad de la vida social. El eje fundamental del denominado «Consenso de Washington» pasa por la globalización, liberalización y privatización, una trinidad que adquiere la condición de santísima, o sea, de sagrada, para cuantos han decidido intentar poner fin a la historia y proclamar el triunfo definitivo del sistema económico vigente, declarado «único verdadero».

Pues bien, el propósito de este artículo es ofrecer algunas reflexiones en torno al modelo socioeconómico que en último término subyace en todo ello, así como las consecuencias que está teniendo. Eso sí, me ha parecido conveniente abordar la cuestión desde una perspectiva microeconómica, es decir, desde las empresas y los mercados, un enfoque distinto del habitual y que, sin embargo, me parece clave para entender realmente el asunto. Me explico.

Desde 1945 a 1980, aproximadamente, los países desarrollados con economía de mercado vivieron en un entorno de tipos de interés nominales inferiores a la tasa de inflación y/o a la tasa de crecimiento de la producción nacional, un marco que favorecía estructuralmente a quienes se endeudaban. Sin embargo, la situación cambia a partir de esa última fecha, de manera que la renta financiera y sus propietarios —los que prestan fondos— recuperan la escena. A la vez, también se está modificando últimamente el entramado sociopolítico del capitalismo. Así, la liberalización de los movimientos internacionales de capital, la desregulación de las actividades, la privatización de empresas, los avances de las telecomunicaciones y la creciente importancia e interrelación de los mercados financieros contribuyen no sólo a la globalización y concentración del poder económico, sino también al mayor peso de las sociedades y fondos de inversión, fondos de pensiones, etcétera (Pesqueux, 2000). Estos últimos son unos inversores institucionales con perfil algo distinto al de los clásicos —las entidades de crédito y de seguro— y vienen a legitimar un «capitalismo fiduciario» (Turnbull, 1997). Este capitalismo intenta presentarse limpio de connotaciones ideológicas conservadoras, al resaltar su carácter popular y —más en general— alabar la democratización de la inversión financiera: ¡todos somos o podemos ser accionistas! (e incluso «opcionistas»)¹. De modo que, durante los últimos veinte años, la figura del accionista está omnipresente en los países desarrollados.

Y, así, la creación de valor para el accionista, el aumento del precio en bolsa de sus acciones, ha pasado a ser el *mantra* de moda en el ámbito de los negocios o, para ser más exactos,

en el mundo de las grandes empresas cotizadas en las bolsas de valores. Se ha convertido en un auténtico valor cultural para el *establishment* y un objetivo normativo que se defiende como socialmente imprescindible incluso desde el ángulo de los intereses del conjunto de la sociedad. Si J.M. Keynes señalaba que los hombres de negocios suelen ser esclavos de la influencia intelectual de algún economista difunto, también aquí encontramos entre bambalinas a conocidos economistas: en concreto, académicos encuadrables dentro del Nuevo Institucionalismo; aunque, a decir verdad, en nuestro caso por lo general bien vivos, de modo que siguen siendo activos propagandistas de sus ideas.

A partir de éstas, consultores y auditores se han apresurado a difundir la buena nueva con el fervor de los fundamentalistas (Froud y otros, 2000). A todo lo largo y ancho de nuestro globalizado mundo, van combinando exhortaciones de indudable talante homilético con el interés por vender sus propias medidas y procedimientos de creación de valor para el accionista. Para lo que aquí nos interesa, lo importante es que tras tanta nueva métrica se esconde un viejo conocido: el beneficio puro o extraordinario obtenido por la compañía; o, en palabras de Batsch (1999, p. 35), «una superrentabilidad».

Este objetivo de creación de valor para los accionistas exige que la empresa proporcione *permanentemente* unas rentabilidades efectivas por encima de las expectativas (Pérez-Carballo, 1998, p. 245). Como ello no es fácil de lograr, han de aplicarse unas estrategias empresariales y unas técnicas de gestión que están afectando de manera muy negativa y violenta a los demás agentes económicos y, en general, a toda la sociedad. Cabe preguntarse si la actual pretensión del máximo valor para el accionista es compatible con una prosperidad económica sostenible (Lazonick y O'Sullivan, 2000); y si no tendrá razón Aglietta (2001) cuando asocia este modelo puramente financiero de empresa con un capitalismo que califica de «carnicero» y «patrimonial».

Todo esto es la otra cara, a veces poco resaltada, del mismo fenómeno que se ha denunciado en las relaciones económicas internacionales o en las nuevas políticas seguidas por los gobiernos nacionales. No es únicamente una muestra de la coherencia del sistema socioeconómico. Es también una pista para entender que, en realidad, muchos líderes de opinión y casi todos los gobiernos han sido los instrumentos de difusión pública y de aplicación política de unos «nuevos valores» que venían emergiendo con renovada fuerza desde varios ámbitos: *lobbies* empresariales, círculos intelectuales y grupos de poder económico, todos ellos estrechamente imbricados a través de fundaciones privadas, universidades, institutos de investigación o asociaciones varias. Claro está, en último término, todos esos apóstoles de la causa han encontrado un buen caldo de cultivo para sus prédicas en un tejido social que, desde tiempo atrás, había interiorizado la primacía de los valores económicos y del progreso material.

Dentro de este panorama, en las páginas que siguen presentamos una síntesis de las principales líneas del debate. De entrada, intentamos perfilar los componentes básicos del modelo financiero de empresa, junto con la visión del mundo y la perspectiva académica sobre las que se apoya. Es casi un ejercicio de «deconstrucción», que, en un segundo momento, nos permitirá realizar un repaso del contenido y las consecuencias de las estrategias empresariales

asociadas con la creación de valor para el accionista. Algunas consideraciones finales, a modo de conclusión, ponen término al presente trabajo.

## 2. EL ENFOQUE DE LA NUEVA ECONOMÍA INSTITUCIONAL Y LA MAXIMIZACIÓN DE LA RIQUEZA DE LOS ACCIONISTAS

A este respecto, y por lo que toca a sus fundamentos teóricos e ideológicos, cabe resumir como sigue los *postulados esenciales* de la visión del mundo y del planteamiento económico adoptados por el Nuevo Institucionalismo.

Su axiomática sigue la tradición liberal más clásica en economía. Los seres humanos, libres, autónomos, repletos de necesidades y demandas, se enfrentan a un mundo de penurias, de limitaciones naturales, lejos del paraíso de la abundancia sin esfuerzo, sólo imaginable en el Jardín del Edén. Esta situación requiere sacrificio y disciplina (no malgastar), lo que, a su vez, exige la capacidad para apropiarse de los bienes y sitúa en primer término la preocupación por la eficiencia (relación resultado-esfuerzo). En ese marco, la asignación de los recursos escasos del conjunto de la sociedad es lo mismo que la definición y atribución de los derechos de propiedad para utilizar esos recursos (Demsetz, 1967).

Obviamente, late ahí una visión muy concreta acerca del derecho de propiedad y su ejercicio: *la propiedad como dato* o «situación de la naturaleza», protegida por un derecho sagrado, inviolable e imprescriptible, del mismo carácter e importancia que la libertad. Esta última se identifica con la propiedad, en un mundo donde la escasez impone limitaciones; y se opta por un orden social que evite el despilfarro y garantice la seguridad jurídica. La delimitación de derechos introducida por la propiedad requiere del mercado como espacio de coordinación y de reasignación de recursos, de intercambio y de apropiación: todo es comercializable, real o potencialmente (Amann, 1999).

Concorde con esto, «en el principio existían los mercados» (Williamson, 1975, p. 20), por cuanto éstos no se consideran una institución social construida, sino un *mecanismo previo a todo lo creado*, que no requiere explicación y es independiente de cualquier preconcepción moral —lo mismo que la propiedad privada—<sup>2</sup>. Lamentablemente, y como si se tratase de una nueva versión del pecado original, fuimos expulsados del paraíso y arrojados a un mundo en el que existen costes asociados a la utilización de los mercados (costes de información, negociación, vigilancia y hacer cumplir lo contratado). A partir de ese momento, algunas personas crean empresas para ahorrar dichos costes. Organizada conforme a un esquema jerárquico, la empresa queda perfilada como una institución cuya esencia es una estructura contractual, un entramado de contratos que rige las relaciones entre sus miembros. En consecuencia, es sólo una *ficción legal*; y su papel se reduce a ser un mero instrumento para agrupar recursos financieros dispersos, reunir otros medios de producción y organizar centralizadamente la actividad.

Además, al afirmar que detrás de una compañía sólo existe un entramado de contratos privados que reflejan lo que cada individuo hace para sí mismo dentro de ella, se está ofreciendo una teoría de la organización empresarial sin empresa: no se alude a lo que los partícipes (directivos, trabajadores, accionistas, clientes, proveedores, comunidad local, etcétera) hacen juntos, pese a que su esfuerzo individual sólo adquiere sentido si se pone en relación con el esfuerzo colectivo. Frente a un término como «compañía», que alude a la solidaridad de quienes comparten el pan, se está negando al vínculo colectivo toda dimensión propia, autónoma y cualitativamente diferente de las relaciones individuales. No se espera que el todo aporte algo nuevo a las partes, ni que las partes se sientan vinculadas al todo más allá de lo que determinen sus puros intereses individuales debidamente contractualizados. Se olvida que existe una empresa como organización, coalición o asociación de agentes económicos, distinta de la ficción legal llamada compañía. Esta diferencia se pone bien de manifiesto cuando la propiedad de la firma cambia de manos: la empresa-organización no es una mercancía comercial, aunque lo sea la compañía jurídicamente constituida (Putterman y Kroszner, 1996).

Se da por cierto que, en los mercados, todos los agentes económicos se relacionan entre sí como *personas libres e iguales*, incluso en los mercados de trabajo («al menos desde la abolición legal de la esclavitud», según pasmosa aclaración que suele resaltarse). Luego, tras acordar voluntariamente su participación en una empresa, tendrán que aceptar órdenes y normas de acuerdo con su posición jerárquica en el interior de la misma. Aun entonces, la igualdad se considera garantizada por su libertad para renunciar a la relación y abandonar la empresa; es decir, está hablándose sólo de una igualdad *jurídica*, como agudamente subraya Putterman (1994, p. 17). La visión del liberalismo político en relación con la sociedad en su conjunto— una asociación libre de ciudadanos iguales unidos por un contrato— se traslada aquí a la empresa; ésta, en palabras de un convencido Lepage (1979, p. 305), «es una especie de ‘contrato social’ moderno». En consecuencia, el énfasis se sitúa en los acuerdos voluntarios y en las fuerzas del mercado, con el menor intervencionismo legal o gubernamental posible (salvo para proteger los derechos de propiedad, facilitar la realización de contratos y obligar al cumplimiento de los mismos).

Más allá de algunas precisiones, se supone que todos los agentes económicos responden al *esquema tradicional del homo economicus* (racional y sólo movido por su propio interés), aunque no hay unanimidad en considerar su racionalidad como realmente perfecta o, por el contrario, como «limitada». Esta racionalidad que subyace en el modelo financiero de empresa reafirma el «predominio en el cuadro de una pintura de la naturaleza humana bastante poco atractiva» (Caby e Hirigoyen, 2001, p. 83). La motivación y los incentivos de los agentes resultan ser fundamentales para el mantenimiento de las relaciones contractuales, dentro de un enfoque metodológico que ofrece un dibujo abstracto del individuo, con preferencias y objetivos dados, y cuyo comportamiento *personal* constituye la casi única base explicativa de *todos* los fenómenos socioeconómicos: es lo que suele denominarse *individualismo metodológico*. Por tanto, quedan relegados las demás análisis de la racionalidad aportados por la sociología, la psicología o la ciencia política.

En paralelo, se subraya la *divergencia de intereses* entre los varios partícipes en la empresa (directivos, propietarios, acreedores, empleados, clientes, proveedores,...), a la vez

que se admite que la información no es perfecta, ni cabe obtenerla y transmitirla sin coste. Esto, unido a la visión adoptada sobre la naturaleza humana, implica enfatizar de continuo la posibilidad de conflictos de intereses, comportamientos oportunistas y «expropiaciones» de unos a costa de otros. De ahí la gran importancia que se atribuye a reunir información, medir resultados y evaluar conductas, así como manejar cuidadosamente las políticas de incentivos y aplicar los *principios de autoridad, control y disciplina*<sup>3</sup>. A decir verdad, la hipótesis de oportunismo puede ser una profecía autorrealizada, por el propio efecto adverso y acumulativo del juego de las sanciones y los incentivos (Ghoshal y Moran, 1996). Obsérvese también que, mientras la autoridad es vista como un remedio para el oportunismo, se presta mucha menos atención a la misma como instrumento del que es posible abusar de forma oportunista (Dow, 1987).

Desde el momento en que se habla de nexo de contratos, no falta quien sugiere que, en sentido estricto, sólo las partes contratantes tendrán objetivos propios (e individuales), pero no así la empresa en cuanto tal, como organización. Sin embargo, lo cierto es que, de entrada, *se razona detalladamente por qué asignar al capital la propiedad de la compañía*, el derecho a percibir el excedente o renta residual y la facultad de vender su participación en la firma<sup>4</sup>. A continuación, de modo implícito o explícito, suele establecerse que el objetivo de la empresa debe ser maximizar el beneficio, aunque ahora técnicamente mejor descrito a través de la *maximización de la riqueza de los propietarios*, los accionistas. Frente a esto último, la responsabilidad social es sólo un término que «disimula lo que realmente se tiene en mente, esto es, que los directivos deberían adoptar de manera deliberada acciones que afectan negativamente a los inversores, para beneficiar a otros individuos» (Meckling y Jensen, 1983, p. 8). Además, *se entiende que muchas peticiones de responsabilidad social recortan la libertad de elección personal* y atentan contra la libre estructura contractual que es la empresa, e incluso podrían tener—se dice—consecuencias negativas en el campo de las libertades políticas.

Luego la firma aparece como una *web* de contratos privados, pero con los accionistas-propietarios en el centro de esa *web*; y con unos directivos cuya legitimidad proviene de su nombramiento por esos propietarios (Brummer, 1991). Se sigue fielmente el espíritu de la relación legal entre «amo y criado» a la que se refiere el último apartado del artículo de Coase (1937). De ahí que resulte fundamental la supervisión derivada de los mercados de capitales, como institución en la que convergen las informaciones y que efectúa la valoración de la firma a partir de sus resultados financieros. Si los directivos no intentan maximizar la riqueza de los accionistas, se arriesgan a perder su cargo, como consecuencia de una posible oferta pública de adquisición de las acciones de la compañía. Este enfoque «no es perfecto, pero así es la naturaleza del mundo», un mundo donde se impone la selección natural, que conduce espontáneamente a la supervivencia de los mejores (Jensen, 2000a, pp. 9 y 16).

Salvo algunas excepciones heterodoxas, que sin duda las hay, la inmensa mayoría de los neoinstitucionalistas suelen alinearse con la identificación inequívoca de la empresa con la firma capitalista y la economía de mercado. De hecho, muchos de sus más importantes representantes subrayan el rasgo de la empresa como «cuasi-mercado» y creen que los mercados no regulados funcionan bien y generan instituciones económicamente óptimas. Por ello, algunos críticos han afirmado que, en último término, la Nueva Economía Institucional tiene como fina-

lidad «intentar demostrar la superioridad, en términos de eficiencia, de la organización capitalista de la producción sobre cualquier otra forma alternativa» (Gabrié y Jacquier, 1994, p. 31). Y, puesto que el modelo es eficiente, es «bueno», de modo que su justificación va más allá del argumento tradicional de los derechos de la propiedad privada como roca sobre la que descansa el orden social (Gamble y Kelly, 2001).

De acuerdo con cuanto precede, la tesis del Nuevo Institucionalismo es que *sólo la «firma-mercancía» puede funcionar con eficiencia económica y adoptar decisiones socialmente óptimas*, justo gracias a que, en último término, está en manos del capital y puede ser vendida a través de la negociación en los mercados financieros. La conversión del trabajo en una mercancía más es lógica consecuencia de este punto de vista (Putterman, 1988). Dentro de semejante marco, se entiende que las empresas contribuyen al bienestar colectivo de la mejor y única forma en que pueden hacerlo: buscando la eficiencia económica y maximizando la riqueza de los accionistas. No deben tener otra finalidad, pues es así como promueven la óptima asignación de los recursos disponibles en el conjunto de la sociedad, o sea, es de esa manera como facilitan el logro del mayor volumen posible de producción, no pudiendo nadie aumentar su utilidad sin que disminuya la de otro. Esto queda muy bien resumido en uno de los más populares manuales de finanzas, cuyos autores, tras aclarar que dejan aparte ciertos actos ilegales, afirman: «Las mismas actuaciones que maximizan los precios de las acciones benefician también a la sociedad» (Weston y Brigham, 1994, pp. 20-21), versión moderna de «lo que es bueno para la General Motors, es bueno para los Estados Unidos».

Tal enfoque está, además, en la base de lo que se viene enseñando en las principales Escuelas de Negocios y Facultades de Ciencias Empresariales del mundo. Esto ha llevado a Brennan (1994) a advertir que, si se continúa martillando a los estudiantes con la inadmisibles noción de que la racionalidad se reduce al propio interés, es posible que los académicos tengan la satisfacción de ver convertido su modelo de empresa en una realidad, pero al precio de que la sociedad no funcione: el interés personal desmesurado no conduce a la utopía, sino a la jungla.

### 3. LO MUCHO QUE SE DA POR SUPUESTO

Merece la pena detenerse en el razonamiento de los neoinstitucionalistas, por cuanto, si bien suele ser objeto de réplica por parte de algunos expertos en ética empresarial —¡no todos!—, pocas veces se menciona y se discute la hipótesis que el propio análisis económico exige para que lo dicho sea cierto, aun sin salir del contexto de búsqueda de eficiencia (e incluso sin entrar en el problema de la distribución de la renta en una sociedad). *El requisito es una economía de competencia perfecta, en todos los mercados, sean de capitales o de bienes y servicios*. Muchos autores pasan de puntillas sobre la cuestión y, más bien, han aprovechado sucesivas ediciones de sus obras para suavizar las afirmaciones acerca del mencionado objetivo normativo empresarial: ahora introducen una calculada dosis de palabras ambiguas y políticamente correctas, en respuesta a las críticas recibidas.

Claro está, hay también quien no tiene inconveniente en explicarlo con claridad y en detalle, como Termes Carreró (1997, pp. 11-12): «La primera hipótesis de trabajo es que el inversor es racional y se comporta de la manera que ‘en teoría’ debe comportarse para evaluar una acción [...]. La segunda hipótesis es que el mercado es ‘libre’, es decir, que se trata de un mercado sin intervencionismos de ningún género, con suficiente número de compradores y vendedores, con igual acceso de todos ellos a la información y sin que ningún participante tenga peso suficiente para determinar, él sólo, la formación monopolística de los precios. La tercera hipótesis es que el mercado, en la formación del precio, valora adecuadamente el riesgo». Y afirma que estas hipótesis «tal vez no reflejen totalmente la realidad», pero, en su opinión, «se acercan a ella lo suficiente para que el objetivo pueda traducirse en políticas operativas».

Para que el lector tenga una información más completa a este último respecto, puede ser útil transcribir algún parecer diferente al de Termes. Por ejemplo, el de Argandoña Rámiz (2000, p. 62), compañero suyo en el IESE de la Universidad de Navarra, quien puntualiza: «Para que se alcance el óptimo, deben cumplirse las condiciones señaladas, que nunca suelen darse en la realidad; por tanto, la maximización del valor de las acciones no es una regla práctica de dirección de empresas [...]. Que la finalidad del sistema económico sea la eficiencia no lo afirma la ciencia económica, sino que viene dado desde fuera de ésta [...]. El concepto económico de eficacia se refiere a la utilización de unos recursos para obtener unos resultados [...]. Sin embargo, la decisión de incluir determinados costes e ingresos y no otros, como el deterioro del medio ambiente, el estrés de los directivos o la degradación moral de los empleados es una decisión no económica» (quiere decir que no la adopta la ciencia económica en cuanto tal). Creo que difícilmente se puede ser más claro en menos líneas...

No obstante, pese a esta última argumentación crítica, lo cierto es que maximizar la riqueza para los accionistas constituye la gran referencia teórica y *práctica* para muchos académicos o responsables empresariales, sin perjuicio de procurar mantener una imagen política correcta de las firmas —«la primera referencia es la principal; la segunda, accesoria» (Pesqueux, 2000, p. 39)—. Presentada la génesis teórica e ideológica del modelo, veamos ahora cómo funciona y cuáles son sus repercusiones.

#### **4. LAS POLÍTICAS EMPRESARIALES DE CREACIÓN DE VALOR PARA LOS ACCIONISTAS: ALGUNAS CONSECUENCIAS**

A través de los modelos de valoración de la teoría financiera, es fácil poner de manifiesto las variables que determinan la tan exigida creación de valor para los propietarios, junto con su lógica correspondiente. Así, tras algunos desarrollos matemáticos (véase, por ejemplo, Termes Carreró, 1997, cap. 13), el modelo más difundido de valoración de acciones —el de M. J. Gordon y E. Shapiro— nos lleva a ciertas conclusiones sobre las que merece la pena reflexionar.

En concreto, *la creación de riqueza para los accionistas exige que la rentabilidad obtenida por la empresa supere el coste del capital propio*. Ahora bien, resulta que este último no

es un coste explícito sino un coste de oportunidad: aquello a lo que se renuncia por invertir en una empresa concreta, lo que es igual a decir aquel rendimiento que podría obtenerse si se invirtiera en *otras* empresas de similar riesgo. Luego la condición necesaria para esa creación de valor es que la firma logre *una rentabilidad por encima de «lo normal»*, o sea, una «superrentabilidad». En la medida en que todas las compañías adopten este criterio de actuación, se entrará en una dinámica en la cual la «referencia» a superar se colocará progresivamente más alta. Las empresas adoptan cuantas decisiones sean precisas para aumentar una y otra vez sus beneficios (y cuanto más mejor). Ya no es ganar «sólo» lo máximo, sino lo máximo y más que el vecino, que también está intentando obtener lo máximo...

Desde luego, puede que, en el fondo, no haya nada nuevo sobre la dinámica de la empresa capitalista. Pero sí parece destacable que ahora semejante proceder se defiende directa y abiertamente desde una perspectiva técnica e ideológica, con fuerte insistencia en que es lo mejor para el bienestar a largo plazo de la sociedad; de suerte que *debemos* estar agradecidos a los autores del redescubrimiento y arrinconar cualquier veleidad que nos lleve a otra visión de la responsabilidad social de las empresas. Se olvida que el desarrollo humano y el bienestar social son conceptos complejos y que la teoría económica ortodoxa sólo habla en términos de eficiencia, sin entrar en otras valoraciones (las cuales, sin embargo, pueden también legítimamente tenerse en cuenta a la hora de decidir el destino de los recursos disponibles en una comunidad).

Además, es fácil percibir las limitaciones de esa teoría para explicar algunas situaciones observadas en la realidad, sobre todo cuando adopta hipótesis muy estrictas. Así, curiosamente, lo pretendido es contradictorio con el perfil que caracteriza un equilibrio económico a largo plazo en competencia perfecta, donde la teoría predice que debería alcanzarse ¡sólo una rentabilidad normal! Esto refleja una vez más lo que algunos ultraliberales han tenido la honradez de reconocer: *el capitalismo busca de continuo alcanzar beneficios extraordinarios*, en una dinámica que gira en torno a promover y aprovechar sucesivos desequilibrios frutos de la innovación o de las imperfecciones de los mercados, lo cual perfila un panorama muy distinto al previsible en un enfoque puramente estático o en un análisis comparativo de equilibrios concatenados, dos razonamientos habituales en la teoría económica. En el marco de esta última, hasta cabría entender las conductas maximizadoras de la rentabilidad en un ambiente de competencia perfecta, como comportamiento exigido por la propia viabilidad financiera *mínima e imprescindible* de la empresa. En cambio, la conclusión deducible es bien diferente si nos advierten de entrada que el sistema económico no responde a las hipótesis de la competencia pura y que, en definitiva, sigue otra dinámica por el impacto de elementos excluidos o inadecuadamente incorporados en la teoría.

Supuesto que se obtenga la mencionada «superrentabilidad», un aumento de *la velocidad de crecimiento de la compañía refuerza, a su vez, la creación de valor* conforme al proceso descrito<sup>5</sup>. Esto explica técnicamente el énfasis puesto por las firmas en ganar tamaño y los consiguientes fenómenos de concentración empresarial a los que estamos asistiendo (formación de grupos y conglomerados, integraciones, participaciones cruzadas, etc.). Como dijo Morin (1989) con perspicacia, es la «autogestión del capital». Tenemos así que, en una economía progresivamente más dependiente de los puros criterios de mercado y más escorada hacia la

simple valoración financiera, se inserta una *rápida y alarmante concentración del capital económico* (véase al respecto Estefanía, 2000). Este último pasa a controlar cada vez con mayor facilidad la oferta ideológica y las políticas prácticas de los gobiernos nacionales. La simbiosis de intereses públicos y privados no sólo plantea delicados problemas políticos y de ética empresarial sino que, no pocas veces, degenera en un auténtico «capitalismo de amiguetes».

A partir de este enfoque proveniente de la valoración financiera, se ponen en marcha las actuaciones pertinentes sobre las *variables que favorecen la creación de valor*. Para ser más riguroso, voy a seguir la *lista de medidas propuestas* en una obra técnica (Pérez-Carballo, 1998, p. 63); y, en paralelo, ya bajo mi exclusiva responsabilidad, intentaré ir concretando *ejemplos* que tal vez suenen al lector y son reflejo de una violencia estructural manifiesta. Así:

- *Reducir el activo (las inversiones) necesario para desarrollar las actividades empresariales actuales*. Ejemplos: subcontratación de actividades (ahora se dice *outsourcing*, o sea, externalización de actividades, que es lo políticamente correcto), incluyendo el recurso a los servicios de empresas de trabajo temporal; falta de inversiones en protección del medio ambiente; supresión de economatos y bloques o poblados de viviendas para empleados; y aceleración de los plazos de recuperación de todas las inversiones.
- *Mejorar la productividad, de modo que, sin aumentar la inversión, se alcance un volumen mayor de operaciones*. Ejemplos: reingeniería de procesos, un replanteamiento radical de los negocios para lograr mejoras espectaculares en costes, calidad, servicio, velocidad. etc.; fomento del esfuerzo productivo a través de la precarización de las condiciones de trabajo (que afecta particularmente a jóvenes y mujeres, con contratos basura, temporales y mal retribuidos, e incluso con contratos por obra o mercantiles); empleados con horario de trabajo muy superior al realmente retribuido; y progresiva extensión de las remuneraciones individualizadas y con un importante componente variable, calculado en función de criterios como el aumento de las ventas, los incrementos de productividad, los logros en la reducción de costes, los beneficios empresariales alcanzados o la evolución de la compañía en la bolsa.
- *Liquidar las actividades cuya rentabilidad sea inferior al coste del capital propio, acometiendo en cambio nuevos proyectos de inversión cuya rentabilidad supere ese coste*. Ejemplos: venta de divisiones o departamentos de la empresa, cierre de factorías, despidos, reestructuraciones diversas, jubilaciones anticipadas; exigencia de privatización de empresas públicas rentables (muchas veces situadas en sectores todavía con escasa competencia interna), seguida de su posterior toma de control y fácil revalorización bursátil; cambios en la localización de fábricas para aprovecharse de menores costes y legislaciones más suaves (en Europa, la moda de marcharse a Irlanda, pero en el Tercer Mundo todavía saben más de esto); solicitud de reducción de impuestos y de cotizaciones pagadas por las empresas a la seguridad social; consecución de pingües subvenciones públicas, a veces tras fomentar la competencia

entre Estados a la hora de decidir la implantación de una nueva factoría; y domiciliación de actividades en paraísos fiscales.

- *Reducir riesgos, para así disminuir la prima por riesgo que exigen los accionistas* (se incluye en el cálculo del coste del capital propio, aumentándolo). Ejemplos: disminución de los costes fijos, porque éstos generan mayor riesgo de pérdidas en caso de malas coyunturas económicas, lo cual abarca también peticiones de «flexibilidad» en la contratación o el despido de trabajadores; y recorte de la incertidumbre a través de la concentración de empresas, las alianzas estratégicas y, en general, mediante un mayor control de la oferta, la demanda, los precios o las condiciones de compraventa, tanto en los mercados de bienes y servicios como en los mercados de factores de producción (incluidos los suministros de los proveedores). Por cierto, en este punto de recortar riesgos, los Estados y sus bancos centrales tienen una tarea adicional: eliminar sus desequilibrios presupuestarios, controlar la inflación y favorecer la estabilidad económica, lo que redundará en la disminución de la incertidumbre y, por tanto, aumenta el valor de las inversiones financieras. Ya nos lo había explicado John K. Galbraith en *La cultura de la satisfacción*.

A estas recomendaciones se añaden las nuevas políticas sobre marcas e imagen de la compañía y las operaciones de ingeniería financiera, incluyendo la gestión integral de la tesorería y el uso de instrumentos financieros innovadores (Kunz y Lucatelli, 2000).

Se observa que, en definitiva, por la lógica propia del objetivo de máxima creación de valor para los accionistas, las empresas apuestan por: una organización flexible, unos procesos productivos reversibles, una búsqueda de poder de mercado, unos riesgos controlados y unas inversiones rápidamente rentables —el valor actual de un rendimiento futuro es mayor cuanto menos alejado esté en el tiempo—, de modo que, en ocasiones, incluso computan los rendimientos sólo en un horizonte a corto plazo.

En paralelo con todas estas medidas estratégicas y operativas adoptadas en los negocios con el objetivo de crear valor para el accionista, se ha procedido—también con el mismo fin— a reestructurar el diseño y el funcionamiento de lo que se ha dado en denominar el gobierno de la empresa. Esta expresión de moda suele entenderse simplemente desde una perspectiva financiera (véase, por ejemplo, Shleifer y Vishny, 1997): los esquemas jurídicos, instrumentos financieros y mecanismos de actuación mediante los cuales los aportantes de capital financiero se aseguran que la dirección y gestión de la compañía se realiza en función de sus intereses; a este respecto, el énfasis recae, por lo general, en garantizar que los directivos trabajen en beneficio —nunca mejor dicho— de los accionistas (Mayer, 1996). No procede que me extienda aquí en el repaso de los principales mecanismos e instrumentos de control propuestos con tal finalidad<sup>6</sup>. Baste subrayar que eso ha llevado a reconsiderar la estructura, composición y funcionamiento del Consejo de Administración de las compañías, el papel de los titulares de participaciones significativas en el capital social, la política de remuneraciones para los directores y ejecutivos (se

han puesto de moda las opciones sobre acciones como un incentivo), la importancia de las ofertas públicas de adquisición (OPAS) hostiles, etcétera<sup>7</sup>.

Incluso algunos partidarios de la creación de valor para los accionistas reconocen ahora los fuertes efectos negativos que han tenido las estrategias y políticas aplicadas para alcanzar ese objetivo. De ahí que últimamente insistan en que la creación de valor para los accionistas debe entenderse como una meta a largo plazo; en consecuencia, reprueban ciertas prácticas muy vinculadas a la religión del «sanear, cerrar o vender» que predicaba Jack Welch, recién jubilado presidente de General Electric.

Así, Kennedy (2000, sobre todo caps. 4-10) afirma que los intereses de los demás participantes empresariales (trabajadores, clientes, proveedores, etcétera) han sido pisoteados. Determinados directivos han acumulado enormes fortunas personales gracias a los incentivos —por ejemplo, las citadas opciones sobre acciones— recibidos para maximizar la riqueza de los accionistas. Las consecuencias han sido la dualización de los empleados —unos, grandes perdedores de todo el proceso; otros, ganadores sin límite aparente—, con la subsiguiente pérdida de su motivación, lealtad y sentido del compromiso; talleres en el Tercer Mundo con condiciones de trabajo y salariales deplorables; proveedores cuya supervivencia está amenazada; clientes espantados ante unos precios que aumentan tan pronto como los competidores más débiles han salido del mercado; gobiernos que se encuentran con cierres de factorías después de gastarse importantes recursos públicos en subvenciones para atraer empresas y crear puestos de trabajo<sup>8</sup>, ...

Por otro lado, algunos expertos insisten en las posibles consecuencias perjudiciales de que todas las compañías adopten el criterio de crear valor para el accionista, que podría provocar una dinámica en la cual la «referencia» a superar se coloque progresivamente más alta<sup>9</sup>. Además, han resaltado las limitaciones de valorar los proyectos de inversión sobre la única y taxativa base del coste del capital. Éste es un indicador volátil y determinado en los mercados financieros, los cuales probablemente tienen un horizonte temporal más corto que el de los mercados de bienes y servicios. Una estimación incorrecta de ese coste puede conducir a decisiones subóptimas, sea por dejar pasar oportunidades de crecimiento en realidad rentables, sea por malgastar recursos (Hoarau y Teller, 2001, p. 107).

En último término, existen dudas acerca del grado de eficiencia alcanzado por los mercados de capitales a la hora de valorar las acciones. Se debate entorno a su posible miopía, que de por sí cabe que los conduzca a infravalorar sistemáticamente los rendimientos esperados de las inversiones a largo plazo en capital fijo, I+D y formación<sup>10</sup>. De hecho, la eficiencia del mercado que tanto se defiende es puramente «técnica»: el uso correcto de la información relevante *disponible*; por tanto, siempre cabe la posibilidad de que no se reúna la información realmente necesaria para la correcta valoración de los beneficios futuros (Demirag, 1996).

Ante todo esto, no es extraño que directivos, mandos intermedios y trabajadores se encuentren inmersos en una *situación esquizofrénica*. Por un lado, se les pide motivación, iniciativa e integración en la empresa, a la cual se presenta como un equipo de profesionales

orientado ante todo a satisfacer las necesidades de los clientes («buenos días, ¿en qué puedo ayudarle?»). Por otra parte, al final su actividad se mide mediante indicadores de rendimiento; y se les presiona para el logro de un objetivo de naturaleza financiera ajeno a su propio entorno de trabajo y continuamente más exigente. El resultado es un mundo de *salidas cínicas*, donde cada uno vive la contradicción como normal y, a modo de justificación, se limita a asegurar que no hay otra conducta posible, aunque personalmente no guste lo que ocurre.

De ahí que en este cambio de milenio nos enfrentemos a un nuevo totalitarismo, como señala Pesqueux (2000). Esta vez por desbordamiento del *oikos* (la esfera mercantil) sobre el *ágora* (la esfera del debate político), de modo que «la posición de accionista constituye finalmente una ‘ciudadanía de mercado’ que tendría así vocación de ser igual de legítima que la ciudadanía nacida del *ágora*» (p. 44). El criterio de creación de valor para el accionista «ofrecería, en la lógica de los mercados financieros, el equivalente a los espacios de debate del *ágora*, sin el coste del debate y, por tanto, sin debate... En este sentido, pues, se puede hablar de ‘autorreferencialidad’ de los mercados y de su carácter normativo» (p. 55). Dentro de tal contexto, el citado autor —entre otras cosas, redactor jefe de la revista *Éthique des affaires*— interpreta de un modo distinto al habitual la relevancia que ahora se dice dar a la ética de los negocios: esto podría ser característico de una situación en la cual se desea la inspiración de «una ética en lugar de una reflexión que tenga en cuenta categorías políticas[...], permitiendo así, en cierta manera, ocultar la empresa y sus modos de gobierno en su vocación de crear ideología» (p. 160).

## 5. UNAS PALABRAS FINALES

A lo largo de estas páginas, se ha intentado apuntar el entramado académico, ideológico y de intereses conducente a que hoy amplios ámbitos de la opinión pública den por sobrentendido y plenamente aceptado que: (a) la única propiedad individual y *socialmente* eficiente es la privada; (b) la mejor y exclusiva forma de que una empresa cumpla con su responsabilidad *social* es «creando valor» para sus propietarios legales, los accionistas; y (c) al no ser las compañías instituciones sociales sino una mercancía más dentro del tráfico mercantil, pueden quedar económicamente justificadas actuaciones como, por ejemplo, la discriminación en las remuneraciones del trabajo femenino, la progresiva generalización de condiciones precarias en las relaciones laborales, la despreocupación por el medio ambiente —sobre todo en el Tercer Mundo— o los cambios de localización de fábricas e instalaciones. Naturalmente, dentro de este enfoque, carecen de sentido los análisis para encontrar alguna alternativa al actual sistema económico (es la lógica aplicación en este marco del «fin de la historia» de Francis Fukuyama), mientras que los modelos de participación de los trabajadores en la dirección y gestión se reducen a esquemas «suaves», encaminados a promover la motivación, el compromiso en el trabajo, el fomento de la iniciativa o la creatividad, el mantenimiento de un clima laboral de «buenas vibraciones», el incremento del control efectivo de la empresa por parte de los directivos, etcétera.

Es así como, en definitiva, los trabajadores, que son unos contratados, *pueden y deben ser* objeto de cuantas reestructuraciones y despidos exija no sólo la supervivencia (viabilidad

económica y financiera) de la empresa sino incluso la búsqueda de la *máxima* riqueza privada para los accionistas. Sin duda, puede darse la paradoja de que esos mismos trabajadores despedidos sean accionistas de las compañías que reducen plantilla, o participen en fondos de inversión o de pensiones que, a su vez, invierten en dichas empresas. Ya lo decía un apesadumbrado trabajador en una viñeta de *El Roto*: «Me han aconsejado que, con la indemnización que me han dado, compre acciones de la compañía que me despidió». Desde el enfoque dominante, ese es un pequeño detalle, poco relevante.

En los últimos tiempos parecen perfilarse *algunas réplicas ante esta visión muy mercantilizada y excesivamente financiera de la firma*. Se ha reabierto el debate acerca del objetivo primordial de la empresa, tanto por razones éticas (título de un artículo reciente: «¿Es inmoral maximizar la riqueza de los accionistas?») como por razones instrumentales o prácticas: en el contexto de la nueva economía de la información y el conocimiento, ¿cambian los factores de producción más relevantes para el desarrollo a largo plazo de una sociedad?, ¿deja de ser el capital el elemento central, al perder una parte de su importancia estratégica en beneficio, por ejemplo, del talento (trabajo) especializado? No obstante, lo cierto es que cualquier intento de cambio provoca una encendida reacción por parte de los más señeros defensores de la orientación económica predominante.

Cabe insistir en que «el modelo que parece estar imponiéndose en general, y en España en particular,[...] tiene más que ver con las prácticas anglosajonas y se inclina, por ello, del lado del modelo de los accionistas» (Garicano Rojas, 1998, p. 31). Por tanto, en último término y pese a todos los matices, *me parece fuera de lugar que algunos hábiles relaciones públicas del mundo empresarial insistan en subrayar que aquí no pasa nada* y que todo son simples propuestas académicas de cuatro locos; o que haber, hubo algo, pero en tiempos prehistóricos, cuando formaban pareja de baile Margaret Thatcher y Ronald Reagan.

## NOTAS

- 1 Drucker (1976) lo califica nada menos que de socialismo de los fondos de pensiones.
- 2 El hecho de que Williamson utilice este remedo del muy teológico comienzo del Evangelio de Juan resulta suficientemente significativo para comprender el trasfondo cuasi-divino que la Nueva Economía Institucional atribuye a la propiedad y a los mercados.
- 3 Véase la línea general que orienta los trabajos recopilados en Jensen (1998, 2000b).
- 4 Los varios argumentos sugeridos para justificar esto cabe resumirlos en que: (a) los que financian la compra de los bienes de capital (edificios, máquinas, vehículos,...) son quienes corren los mayores riesgos de ser perjudicados en sus rentas, a través de conductas oportunistas y despilfarradoras por parte de los trabajadores; (b) dichos aportantes de fondos pueden quedar «atrapados» por su inversión en bienes de capital (dificultades para rentabilizarla una vez hecha, máxime si es muy especializada y no susceptible de ser dedicada a otro uso); (c) en consecuencia, los accionistas no sólo han de ser los propietarios de la empresa, sino que, además, deben poder recuperar libremente y en cualquier momento su dinero, como vía para que no sean reacios a financiar la adquisición de unos bienes de capital que, por definición, son una inversión real a largo plazo.

- 5 Hasta cabe demostrar (Termes Carreró, 1997, pp. 248-249 y 310-311) que un fuerte crecimiento puede conseguir crear valor para el accionista incluso aunque no se satisfaga la condición previa de estar logrando una «superrentabilidad».
- 6 Recientes y buenas exposiciones al respecto, desde enfoques ponderadamente críticos, pueden encontrarse en Blair (1995) y Maati (1999).
- 7 La combinación de este renovado sistema de gobierno empresarial con las estrategias de negocio antes apuntadas provoca fenómenos como el de que «la bolsa tiende a mover al alza las acciones de las empresas que ‘reestructuran’ (léase, que reducen plantilla radicalmente). El resultado es que las opciones sobre acciones de los directivos incrementan su valor en la medida en que los empleados pierden su trabajo» (Elegido, 1998, p. 88).
- 8 Ballester y otros (1999) analizan una muestra total de 4.695 observaciones (empresa-año), correspondientes al periodo 1989-1997 en un conjunto de compañías —cuyo número varía según el año— de sesenta sectores de actividad y cuarenta países. Su análisis sugiere que las firmas reorganizadas a menudo pusieron énfasis en la reducción de sus gastos de personal respecto a la cifra de ventas, incluso aunque esas ventas estuviesen creciendo. Esta política fue premiada por los mercados de capitales con mayores rentabilidades para los accionistas. Por su parte, Bronars y Famulari (2001) aportan evidencia empírica sobre la relación entre los salarios de los trabajadores de «cuello blanco» y la rentabilidad de las acciones en Estados Unidos. Tras tener en cuenta las características del trabajador, detectan que la creación de valor también se traduce en mayores salarios para los trabajadores con tres o más años de antigüedad. Ahora bien, lo que observan es que un 1 por ciento anual de incremento en el valor actual de la empresa va asociado con un 0,25 ó 0,30 por ciento anual de aumento de los sueldos en los años siguientes; eso equivale a que por cada diez dólares de incremento en la riqueza de los accionistas hay un dólar de incremento en el valor actual de los salarios.
- 9 En este contexto, «la globalización del accionariado eleva, por tanto, las tasas de rentabilidad exigidas por los accionistas. Desde ese momento, existe la posibilidad de una distorsión con la economía real, en la medida en que las tasas requeridas sobre el capital-acciones procederían de ‘normas’ [referencias] ‘de importación’, superiores a los rendimientos económicos fundamentales de las empresas del país. Dicho de otro modo, la presión de las exigencias accionariales adaptadas a los más altos estándares internacionales puede inducir un proceso para igualar los rendimientos económicos a un ritmo particularmente brutal» (Batsch, 1999, p. 48).
- 10 Keynes (1971, cap. 12; ed. original, 1936) aludía ya al papel de las convenciones y al impacto de la psicología de masas en el precio de las acciones. Manifestó su opinión de que los inversores bursátiles —incluidos los profesionales— están interesados sobre todo en las ganancias a corto plazo, no en los rendimientos a largo plazo. Por eso propuso la implantación de un impuesto sobre todas las operaciones de compraventa bursátil, sugerencia que J. Tobin trasladó décadas después a las transacciones en los mercados de divisas y que hoy se conoce como «tasa Tobin».

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AGLIETTA, M. (2001). Systèmes financiers et régimes de croissance. *Revue d'Économie Financière*, 61, 83-116.
- AMANN, B. (1999). La théorie des droits de propriété. En Kœnig, G. (coord.), *De nouvelles théories pour gérer l'entreprise du XXI<sup>e</sup> siècle* (pp.11-60). París: Economica.
- ARGANDOÑA RÁMIZ, A. (2000). Las opciones sobre acciones y la remuneración de directivos. *Harvard Deusto Business Review*, 96, 56-65.
- BALLESTER, M.; LIVNAT, J. Y SINHA, N. (1999). Corporate reorganizations: changes in the intensity of labor and capital expenditures. *Journal of Business Finance and Accounting*, 26, 1205-1244.
- BATSCH, L. (1999). *Finance et stratégie*. París: Economica.

- BLAIR, M.M. (1995). *Ownership and control*. Washington: The Brookings Institution.
- BRENNAN, M.J. (1994). Incentives, rationality, and society. *Journal of Applied Corporate Finance*, 7, 31-39.
- BRONARS, S.G. Y FAMULARI, M. (2001). Shareholder wealth and wages: evidence for white-collar workers. *Journal of Political Economy*, 109, 328-354.
- BRUMMER, J.J. (1991). *Corporate responsibility and legitimacy: an interdisciplinary analysis*. Nueva York: Greenwood.
- CABY, J. E HIRIGOYEN, G. (2001). *La création de valeur de l'entreprise*. París: Economica.
- COASE, R.H. (1937). The nature of the firm. *Economica*, 4, 386-405.
- DEMIRAG, I.S. (1996). Short-termism. En Warner, M. (ed.), *International Encyclopedia of Business and Management* (pp. 4454-4462). Londres: Routledge.
- DEMSETZ, H. (1967). Toward a theory of property rights, *American Economic Review*, 57, 347-359.
- DOW, G. (1987). The functions of authority in transaction cost economics. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 8, 13-38.
- DRUCKER, P.F. (1976). *The unseen revolution: how pension fund socialism came to America*. Nueva York: Harper and Row.
- ELEGIDO, J.M. (1998). La creación de valor para los accionistas como último objetivo de la empresa. Una valoración ética. En Melé Carné, D. (coord.), *Ética en la actividad financiera* (pp. 77-94). Pamplona: Eunsa.
- ESTEFANÍA, J. (2000). *El poder en el mundo*. Barcelona: Plaza & Janés.
- FROUD, J.; HASLAM, C.; JOHAL, S. Y WILLIAMS, K. (2000). Shareholder value and financialization: consultancy promises, management moves. *Economy and Society*, 29, 80-110.
- GABRIÉ, H. Y JACQUIER, J.L. (1994). *La théorie moderne de l'entreprise: l'approche institutionnelle*. París: Economica.
- GAMBLE, A. Y KELLY, G. (2001). Shareholder value and the stakeholder debate in the UK. *Corporate Governance*, 9, 110-117.
- GARICANO ROJAS, T. (1998). Los distintos modelos y actitudes ante el gobierno de la empresa: *stockholders* y *stakeholders*. *Información Comercial Española*, 769, 23-34.
- GHOSHAL, S. Y MORAN, P. (1996). Bad for practice: a critique of the transaction cost theory. *Academy of Management Review*, 21, 13-47.
- HOARAU, C. Y TELLER, R. (2001). *Création de valeur et management de l'entreprise*. París: Vuibert.
- JENSEN, M.C. (1998). *Foundations of organizational strategy*. Cambridge (Mass.): Harvard University Press.
- JENSEN, M.C. (2000a). Value maximization and the corporate objective function. *Documento de trabajo núm. 00-058*. Cambridge (Mass.): Harvard Business School, Harvard University.
- JENSEN, M.C. (2000b). *A theory of the firm: governance, residual claims, and organizational forms*. Cambridge (Mass.): Harvard University Press.
- KENNEDY, A.A. (2000). *The end of shareholder value*. Londres: Orion Business Books.
- KEYNES, J.M. (1971). *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*. México, D.F.: Fondo de Cultura Económica, 2ª ed., 2ª reimpr. Edición original en inglés, 1936.
- KUNZ, R.M. Y LUCATELLI, A. (2000). The real worth of shareholder value. *Credit Suisse Economic Briefing*, 17, 1-21.
- LAZONICK, W. Y O'SULLIVAN, M. (2000). Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance. *Economy and Society*, 29, 13-35.
- LEPAGE, H. (1979). *Autogestión y capitalismo: respuestas a la anti-economía*. Madrid: Asociación para el Progreso de la Dirección.
- MAATI, J. (1999). *Le gouvernement d'entreprise*. París: De Boeck.
- MAYER, C. (1996). Government d'entreprise, concurrence et performance. *Revue Économique de l'OCDE*, 27, 7-37.
- MECKLING, W.H. Y JENSEN, M.C. (1983). «Reflections on the corporation as a social invention». *Midland Corporate Finance Journal*, 1, 6-15.

- MORIN, F. (1989). Le nouveau pouvoir financier en France ou l'autogestion du capital. *Revue d'Économie Industrielle*, 47, 44-52.
- PÉREZ-CARBALLO, J.F. (1998). *Compiendo por crear valor*. Madrid : ESIC.
- PESQUEUX, Y. (2000). *Le gouvernement de l'entreprise comme idéologie*. Paris: Ellipses.
- PUTTERMAN, L. (1988). The firm as association versus the firm as commodity: efficiency, rights, and ownership. *Economics and Philosophy*, 4, 243-266.
- PUTTERMAN, L. (1994). La naturaleza económica de la empresa: perspectiva general. En Putterman, L. (comp.), *La naturaleza económica de la empresa* (pp.11-44). Madrid: Alianza.
- PUTTERMAN, L. Y KROSZNER, R.S. (1996). The economic nature of the firm: a new introduction. En Putterman, L. y Kroszner, R.S. (eds.), *The economic nature of the firm: a reader* (pp. 1-31). Cambridge: Cambridge University Press, 2ª ed.
- SHLEIFER, A. Y VISHNY, R.W. (1997). A survey of corporate governance. *Journal of Finance*, 52, 737-783.
- TERMES CARRERÓ, R. (1997). *Inversión y coste de capital*. Madrid: McGraw-Hill.
- TURNBULL, S. (1997). Corporate governance: its scope, concerns and theories. *Corporate Governance*, 5, 180-205.
- WESTON, J.F. Y BRIGHAM, E.F. (1994). *Fundamentos de administración financiera*. México: McGraw-Hill, 10ª ed.
- WILLIAMSON, O.E. (1975). *Markets and hierarchies: analysis and antitrust implications*. Nueva York: Free Press.