

DE LA EMPRESA ACCIONARIAL A LA EMPRESA PARTICIPATIVA

FROM THE SHAREHOLDER FIRM TO THE PARTICIPATIVE FIRM

José Ángel Moreno Izquierdo¹

Economistas sin Fronteras y

Plataforma por la Democracia Económica

Fecha de recepción: 6.06.2019

Fecha de aceptación: 18.10.2019

Resumen

El artículo pretende ante todo sintetizar los argumentos económicos esenciales que posibilitan sostener que un modelo participativo de gobierno de la gran empresa cotizada es no sólo posible, sino más eficiente, justo y sostenible que el modelo convencional dominante en nuestro tiempo, basado en la soberanía de los accionistas. En este sentido, tras examinar muy sucintamente las características básicas del modelo accionarial y los principales argumentos con que la ortodoxia académica ha pretendido fundamentar su superioridad económica, se señalan los principales aspectos que frente a ellos viene planteando una corriente teórica plural y crecientemente amplia. Aspectos que apuntan hacia la deseabilidad y la viabilidad de un modelo de gobierno corporativo caracterizado por una participación significativa de los actores fundamentales para la actividad de la empresa. Un modelo que se considera preferible tanto en términos microeconómicos, morales y jurídicos como en términos de eficiencia, sostenibilidad y responsabilidad social corporativa. Un modelo que permitiría avanzar hacia una mayor democracia tanto en la empresa como en el conjunto de la sociedad.

Palabras clave: *Gobierno corporativo; gobierno accionarial; soberanía de los accionistas; gobierno participativo; empresa democrática.*

Abstract

This article aims above any other goal to summarise the main economic reasons that support that participative corporate governance of big companies is not only possible but more efficient, fairer and more sustainable than the current prevailing conventional model, based on shareholders primacy. In this sense, after briefly reviewing the basic characteristics of the shareholding model and the main reasons used by the academic orthodoxy to justify its economic supremacy, the article highlights the principal issues hold against them by a diverse theoretical trend increasingly broader. Issues pointing towards the desirability and viability of a kind of corporate governance characterised by significant participation of the essential stakeholders to the corporate activity. A model such as this is preferable as well in microeconomic, moral and juridical terms as in terms of efficiency, sustainability and corporate social responsibility. Such a model would allow moving forward towards a greater democracy both in business and in society as a whole.

Keywords: *Corporate Governance, Shareholder Governance; Shareholder Primacy; Stakeholder Governance; Democratic Firm.*

¹ jamoriz@hotmail.com

INTRODUCCIÓN

El artículo apunta los rasgos básicos del modelo de gran empresa que se consolida progresivamente como dominante desde comienzos de la década de 1980, prestando una especial atención al sistema de gobierno que lo caracteriza -basado en la soberanía de los accionistas- y a las principales implicaciones a que conduce, tanto para la eficiencia y la sostenibilidad empresarial a medio y largo plazos como para el conjunto de la sociedad. Frente a todo ello, se defiende la necesidad de evolucionar hacia modelos de gobierno corporativo alternativos, cimentados en la participación de los actores más relevantes en la actividad empresarial.

En la medida en que el gobierno accionarial ha sido justificado como el óptimo en términos económicos por una abundante -y muy prestigiada- literatura académica, los objetivos esenciales del artículo se concretan en apuntar las debilidades de esa literatura, así como los aspectos fundamentales de la crítica que frente a ella viene poniendo de relieve una corriente -muy plural- de creciente importancia desde comienzos del siglo en curso. Aspectos que constituyen materiales imprescindibles para la fundamentación teórica de la viabilidad del gobierno corporativo participativo.

En este contexto, el artículo se estructura en tres apartados: en el primero se exponen las bases del modelo de gran empresa basado en el gobierno de los accionistas; en el segundo se sintetizan los principales argumentos con los que la economía ortodoxa ha pretendido justificar la ecuanimidad y la superioridad económica de la soberanía accionarial, para pasar revista a continuación a los contra-argumentos básicos de la crítica antes mencionada; y en el tercero, finalmente, se esbozan las características más generales del modelo de empresa inclusivo/participativo, caracterizado por la presencia en sus órganos de gobierno de las principales partes interesadas de la empresa. Un modelo que permitiría avanzar no sólo hacia la democracia en la empresa y a criterios más consistentes de responsabilidad social, sino probablemente también hacia una mayor calidad democrática general. Un conjunto de conclusiones pone punto final a este trabajo.

LA EMPRESA ACCIONARIAL

El modelo de gran empresa cotizada dominante en nuestro tiempo es el basado en la soberanía de los accionistas y dirigido a la optimización de sus intereses. Una soberanía cuya defensa -tanto en la práctica como en la academia- se intensifica profusamente desde comienzos de la década de 1980, al calor de la ofensiva neoliberal, que consideraba imprescindible la recuperación del poder de los accionistas para restablecer niveles adecuados de rentabilidad en la empresa -en paralelo a la implantación en la gestión empresarial de un discurso gerencial crecientemente autoritario (Alonso y Fernández 2018)- y de la intensa transformación que desde esos años ha venido experimentando el sistema financiero. Un sistema cada vez mayor y más global, cada vez más condicionante de la actividad empresarial y con un protagonismo creciente de los mercados de capitales y de los inversores institucionales como vías de financiación para las grandes empresas cotizadas (Torrero 2008; Álvarez y Medialdea 2010; Medialdea y Sanabria 2013). Factores todos determinantes en la reorientación de la actividad empresarial hacia una finalidad única: la maximización permanente del valor de la acción. Sacralizado por las élites económicas y académicas como el criterio indiscutible de la buena gestión y del buen gobierno empresariales, son sus características básicas las siguientes (Merino y Moreno 2017).

La empresa como agrupación de capitales

La empresa es entendida como una sociedad mercantil: una agrupación de capitales financieros creada para generar beneficio para sus propietarios. Una asociación, por tanto, en la que todos los derechos de gobierno, gestión, control y apropiación del beneficio corresponden a ellos.

La empresa como nexo de contratos

La empresa se entiende como una red de contratos entre todos los aportantes de los insumos necesarios para su actividad: como una construcción eminentemente legal (Fama y Jensen 1983). Con la característica adicional de que los contratos que vinculan a los accionistas con la empresa tienen una característica diferencial que justifica su prioridad: son los únicos incompletos o, cuando menos, los más incompletos. Y lo son porque no pueden cubrir todos los riesgos que de ellos derivan: especialmente, malos resultados, quiebra o insolvencia. Algo que supone una diferencia esencial y que respalda los privilegios que, en contrapartida, se deben reservar a los accionistas.

El gobierno de los accionistas

De esa concepción deriva un modelo de gobierno corporativo en el que los accionistas deben tener todos los derechos de gobierno y que se interpreta como el instrumento por el que los propietarios controlan la actuación de los directivos, con la finalidad esencial de mitigar los llamados "problemas de agencia" (los derivados de que los directivos -los agentes- puedan actuar en beneficio propio y no del propietario -el principal-) (Jensen y Meckling 1976; Fama y Jensen 1983). Algo que se consigue por medio de dos vías: el control externo que ejercen los mercados de capitales, por medio de OPAS hostiles a las empresas mal gestionadas-; y el interno que los accionistas desarrollan a través de órganos de gobierno dominados por ellos y alineando los intereses de los directivos con los suyos a través de remuneraciones que les incentivan a priorizar ante todo la maximización del valor de la acción. Es un modelo que una ingente literatura académica llega a considerar el único económicamente razonable, el "fin de la historia" en materia de gobierno corporativo (Hansmann y Kraakman 2001): el más eficiente, pero también el que retribuye con mayor justicia las aportaciones de las diferentes partes implicadas en la actividad empresarial, el que posibilita la máxima utilidad social e incluso el único compatible con el óptimo interés general.

La maximización del valor de la acción

Para la optimización de los intereses de los accionistas se considera que el mejor camino es la maximización permanente del valor de la acción (Jensen y Meckling 1976; Fama y Jensen 1983). Ése es el criterio nuclear del mejor comportamiento de la empresa: un criterio pretendidamente nítido, sencillo y objetivo para gestionar la firma y para facilitar el control de los directivos por parte de los accionistas. Un criterio, además, que supuestamente comporta el óptimo funcionamiento de la empresa y, por tanto, el mejor escenario posible para los restantes partícipes. Ello es así porque la maximización del valor accionarial implicaría la mejor asignación posible de los recursos en la empresa, la máxima eficiencia posible y, con ello, la óptima aportación económica que la empresa puede hacer a todos sus partícipes y a la sociedad. Algo que se fundamenta en la hipótesis de que el precio de la acción refleja en cada momento toda la información relevante sobre la empresa.

La necesidad de beneficios extraordinarios

Pero el objetivo de maximización del valor de la acción obliga a buscar ineludiblemente un beneficio extraordinario: superior a la rentabilidad del capital exigida por el mercado -el coste de oportunidad- (Lordon 2000; Aglietta y Rebérioux 2004). Se trata de algo inherente al modelo: por los incentivos de los directivos a intensificar los resultados a corto plazo para maximizar su retribución y por la ya mencionada y cada vez mayor dependencia de la gran empresa cotizada de los mercados financieros y de capitales (y de los inversores institucionales), inherentemente cortoplacistas en sus inversiones y que presionan a las empresas a forzar los resultados a corto plazo. Una dependencia que genera en la gran empresa una lógica crecientemente financiera que distorsiona su estrategia y su funcionamiento y en la que la financiación se destina prioritariamente a fortalecer el valor de la acción (y a la consecución de plusvalías) y no tanto a fortalecer la estructura productiva y a mejorar la competitividad a medio-largo plazo de la empresa (Álvarez

y Medialdea 2010; Colletis 2012). Estamos, así, ante un tipo de empresa tensionada permanentemente para forzar el mercado y superar a la competencia a través de beneficios extraordinarios (que necesariamente se consiguen a costa de la retribución normal de mercado de algún otro actor productivo). Algo que, aunque posible para algunas empresas en algunos momentos, es incoherente a nivel general con los presupuestos teóricos en que se basa el modelo: las hipótesis de competencia perfecta que justificarían la superioridad social de este modelo de empresa son incompatibles con beneficios extraordinarios generales, sólo posibles puntualmente por imperfecciones en los mercados que impiden la máxima eficiencia a nivel general.

BUSCANDO JUSTIFICACIONES

Al margen de las implicaciones negativas de este modelo de empresa en el conjunto de la sociedad -sobre las que existe una notable evidencia empírica y una cuantiosa literatura (Lazonick y O'Sullivan 2000; Aglietta y Rebérioux 2004; Dallery y van Treek 2009)-, parece patente que ha fracasado en buena medida también en lo que constituían sus objetivos principales (Montier 2014). Son más que discutibles sus efectos en la consistencia económica de las empresas y en la eficacia del control por los accionistas de los altos directivos, que muy frecuentemente cooptan el gobierno de la empresa y orientan la gestión en función de sus intereses -desarrollando en no pocos casos estilos de dirección claramente reprobables-, pese a las desaforadas retribuciones variables con que se ha pretendido conseguir su alineamiento con los objetivos de los accionistas.

Pese a todo, se ha desarrollado por académicos del máximo prestigio una potente línea de investigación para defender la superioridad económica y la justicia del modelo de empresa fundamentado en la soberanía accionarial. Es una justificación que, en sus argumentaciones teóricas iniciales más sólidas, se remonta cuando menos a la década de 1960 y que ha ido adquiriendo una sofisticación creciente, a medida que se iba constatando la fragilidad de los argumentos previos. En conjunto, constituye uno de los ejes de investigación de mayor reconocimiento en el marco de la economía ortodoxa actual (con más de un premio Nobel), así como una historia extraordinariamente reveladora del papel racionalizador de los intereses dominantes que caracteriza a la teoría económica convencional. La finalidad ha consistido en intentar demostrar que la desigualdad de las relaciones que se establecen en el marco de la empresa es plenamente legítima, porque permite la óptima eficiencia y una compensación adecuada a las aportaciones realizadas por las diferentes partes implicadas en la actividad empresarial.

Aunque no es posible aquí un análisis mínimamente pormenorizado, cabe recordar muy sintéticamente la línea de los argumentos esgrimidos, porque de su crítica están surgiendo los fundamentos económicos de una visión claramente alternativa de la gran empresa (Moreno 2019).

A través de formulaciones crecientemente sofisticadas², se ha pretendido evidenciar que existen contundentes razones económicas (de las que se derivan razones de justicia) que fundamentan que el gobierno de la empresa debe estar en manos de los accionistas. Aunque se han propuesto diferentes argumentos, todos se basan en esencia en un presupuesto común: que los accionistas tienen un papel excepcional en la empresa, si bien se han defendido diversas razones de esa excepcionalidad:

- a. Por ser los propietarios de la empresa.
- b. Por ser los únicos agentes generadores de valor con derechos de propiedad sobre el conjunto de la empresa (teoría clásica de los derechos de propiedad: Demsetz 1967; Alchian y Demsetz 1972), al ser los únicos con contratos incompletos, los únicos que realizan inversiones específicas (las orientadas de forma muy concreta a la empresa y que perderían parte de su valor en usos

² Teoría clásica de los derechos de propiedad, teoría de la agencia, teoría moderna de los derechos de propiedad, teoría de los costes de transacción,...

- alternativos) y los únicos, en consecuencia, que asumen riesgos residuales (los que surgen en caso de mala evolución de la empresa).
- c. Porque, aunque no sean los únicos agentes con los rasgos anteriores -como se ha tenido que reconocer-, son ellos quienes realizan las inversiones específicas más relevantes para la actividad empresarial y quienes, por ello, asumen los riesgos residuales fundamentales. El recurso que aportan es el esencial, la inversión específica por excelencia, la que permite articular la estructura empresarial y la que posibilita contratar a todos los demás colaboradores en el mercado. De otro lado, son quienes tienen los contratos más incompletos (es decir, con menos salvaguardias ante incidencias), lo que les genera un riesgo diferencial, incrementado porque sus inversiones son las más específicas -además de ser las fundamentales y de más largo plazo-, lo que supone una posición crucial y más vulnerable³, que requiere una mayor protección. Además, la propiedad de los activos físicos les confiere el derecho de decisión y control residuales sobre la empresa (lo que en la práctica es equivalente a los derechos de propiedad) (teoría moderna de los derechos de propiedad: Grossman y Hart 1986). Al tiempo, su mayor riesgo les impulsa a exigir más radicalmente el óptimo trabajo a todos los demás colaboradores, de forma que el gobierno accionarial optimiza el compromiso, la asunción de riesgos y las inversiones específicas de todas las partes implicadas y, por tanto, la eficiencia de la empresa.
- d. Porque el gobierno accionarial es necesario para minimizar los costes de transacción y porque el recurso que aportan constituye la vía de financiación mejor para las inversiones en activos específicos de la empresa, siendo por eso crucial para impulsar la innovación, la eficiencia y la competitividad. Pero es un recurso al que es sólo posible acceder con facilidad y a buen coste si los accionistas tienen la garantía de que pueden controlar el gobierno de la empresa (teoría de los costes de transacción: Williamson y Bercovitz 1996).
- e. Porque, aunque se considere que la empresa debe aspirar al interés común de todas las partes implicadas, la maximización del valor de la acción sigue siendo el mejor indicador del éxito general, y para ello es imprescindible el control del gobierno corporativo por los accionistas (son los planteamientos mucho más críticos con la persecución del interés exclusivo de los accionistas de Rajan y Zingales 1998; Zingales 2000; Blair y Stout 1999; Stout, 2013a y b).

Son esas diferentes excepcionalidades las que explicarían la posición especialmente frágil -por arriesgada- de los accionistas -que hay que proteger especialmente- o su capacidad de liderazgo diferencial y las que justificarían que se les compense con el monopolio del gobierno de la empresa y con la apropiación del beneficio residual. La base, por tanto, del pretendido fundamento teórico del modelo de empresa accionarial.

Se trata de un largo proceso de búsqueda de argumentos justificadores que ha ido minando sus propios fundamentos, porque -en su intento de superar sus grietas- ha acabado revelando sus debilidades y desbrozando el panorama para una concepción abiertamente alternativa de la gran empresa. En efecto, en la crítica de estos argumentos se está fraguando una línea de reflexión cada vez más sólida que, desde perspectivas diferentes, está cuestionando las justificaciones del modelo accionarial y sentando las bases teóricas para una concepción más participativa de la empresa con creciente -aunque aún minoritaria- aceptación en la academia (algunos ejemplos significativos: Rodríguez 2002, 2003, 2006; Rodríguez, Melle y Sastre 2007; Rebérioux 2003, 2005, 2008; Aglietta y Rebérioux 2004; Pollin 2006; Brink 2007; Ayuso y Argandoña 2007; Mason y O'Mahony 2008; Robé 2011; Coriat et al. 2012; Mahoney 2012; Hagen y Mulder 2012; Johnston 2012; Melle 2015; Retolaza y San José 2017; Palladino y Karlsson 2018; Palladino

³ La debilidad negociadora de un agente es tanto mayor cuanto más elevadas sean sus inversiones específicas, pues ello le ata a la empresa y reduce su capacidad de salida.

2019; Ferreras 2019; McGaughey 2019). Una crítica que surge en buena medida de la escasa verosimilitud de las hipótesis en que se basan las justificaciones apuntadas.

- a. Ante todo, porque los accionistas no pueden ser considerados los "dueños" de la empresa (particularmente, de la gran empresa cotizada): tan sólo son los propietarios de un recurso (aunque ciertamente básico: el llamado "capital propio"), en la medida en que son titulares de las acciones de una sociedad que sirve de instrumento para la constitución y el funcionamiento de la empresa. Algo que la mejor teoría económica empezó a intuir ya desde finales de los años 60 (Demsetz 1967) y que sostiene cada vez más autores (es básica aquí la aportación de Robé 2011; ver también Vives 2016 y Ferreras 2019).
- b. En segundo lugar, por la evidencia de que ni la empresa se crea sólo con el capital accionarial ni son estos activos los únicos que contribuyen a la generación de valor. Como ya Alchian y Demsetz (1972) reconocieron, la empresa es básicamente un sistema de "producción en equipo", en la que los insumos son inseparables y complementarios (y difícilmente evaluables por separado).
- c. Por otra parte, por el irrealismo de la hipótesis de los contratos completos, que la ortodoxia económica no ha tenido más remedio que asumir: la existencia de contratos completos implica condiciones perfectas para su firma (igualdad de condiciones, simetría informativa, exacta justicia de las retribuciones, absoluta libertad para el acuerdo...), lo que hace prácticamente imposible su existencia en la realidad. Por eso, la mayor parte de los teóricos de la firma han acabado aceptando que todos los contratos en la empresa son incompletos, en buena medida implícitos y frecuentemente relacionales (basados en la confianza y la reputación).
- d. En tercer lugar, porque, consecuentemente, resulta muy difícil aceptar que sean únicamente los accionistas quienes asumen riesgos residuales. Y no sólo por la evidencia de que esos riesgos son cada vez menores para ellos, a medida que crece la importancia de los grandes -y volátiles- inversores institucionales, que aumenta la posibilidad de diversificación de carteras y que los mercados financieros permiten unas crecientes negociabilidad y liquidez del capital aportado. También porque es innegable que asumen, y crecientemente, ese tipo de riesgos otros colectivos a los que la mala evolución o la crisis del proyecto empresarial puede dañar sustancialmente en su actividad y en sus posibilidades profesionales y de vida: en no pocos casos, más que a los propios accionistas -que sólo exponen el valor de sus acciones-; y tanto más cuanto que habitualmente tienen menos capacidad de salida que los accionistas. Aparte de que el modelo accionarial impulsa por principio a los directivos a priorizar los intereses de los accionistas, generando inevitablemente incentivos para no garantizar adecuadamente los intereses de las restantes partes implicadas, lo que supone un elemento adicional de riesgo.
- e. Finalmente, porque es no menos discutible que sean sólo los accionistas quienes realizan inversiones específicas o porque sean las suyas las esenciales: también lo son las de todos aquellos colectivos que invierten en capital físico, humano, cognitivo, informacional, relacional, legal o ambiental o que contribuyen a la reducción de costes empresariales básicos.

En definitiva, es un panorama que permite cuestionar crecientemente las justificaciones de la pretendida excepcionalidad -y por tanto, primacía- de los accionistas: ni son los propietarios de la empresa ni los únicos actores que tienen en ella contratos incompletos, asumen riesgos residuales y realizan inversiones específicas, ni tampoco los únicos en los que estas características son decisivas para la empresa. Al contrario, las comparten otros actores que resultan también esenciales en la generación de valor empresarial, en la medida en que aportan recursos fundamentales para la actividad. Partícipes, además, que son claramente vulnerables al oportunismo de una gestión sesgada hacia los intereses de los accionistas (Johnston 2012). Colectivos, por ello, para los que se plantea un problema similar al de estos

últimos: cómo asegurar sus inversiones específicas y conseguir un retorno adecuado para ellas cuando los contratos no son garantía suficiente.

Actores diversos, pero que comparten un rasgo común: ser -junto a los accionistas- las principales partes implicadas en y afectadas por la actividad empresarial: directivos y empleados; clientes y proveedores estratégicos o subordinados⁴ -que dependen en buena medida de la empresa en cuestión y cuya estructura productiva está fuertemente condicionada por ella, desarrollando inversiones directamente relacionadas con ella y asumiendo en consecuencia riesgos evidentes-; otros clientes dependientes en sus compras de la empresa; determinadas administraciones públicas que han concedido apoyos básicos a la empresa -que son inversiones en ella, a menudo fuertemente específicas- (Mazzucato 2014 y 2019; Palladino y Karlsson 2019); incluso colectivos severamente afectados por externalidades negativas de la empresa, que ésta no compensa y que, por tanto, están contribuyendo involuntaria y gratuitamente al abaratamiento de los costes productivos -y que, en esa medida, están haciendo una suerte de inversión absolutamente específica en ella- (Palladino y Karlsson 2019). En consecuencia, actores tan vitales para la empresa como los accionistas, esenciales para la generación de valor, que asumen riesgos residuales y que realizan inversiones específicas y cuyos contratos con la empresa -a veces inexistentes- tampoco pueden considerarse de ninguna forma completos. Actores, por tanto, con derechos tan legítimos como los accionistas a participar en el gobierno de la empresa.

Una participación, por otra parte, que no tiene por qué conducir a pérdidas de eficiencia por su presunta ignorancia en esa vertiente. Su implicación en la actividad empresarial les brinda una capacidad frecuentemente mayor que la de muchos accionistas, al margen de que su participación puede canalizarse a través de representaciones, como sucede también con los accionistas.

Es un cuestionamiento del modelo accionarial en el que confluye la constatación de los problemas de eficiencia y gestión que en la práctica evidencia el modelo de gobierno accionarial (Aglietta y Rebérioux 2004; Montier 2014). Muy especialmente en lo que se refiere a las notorias dificultades del control ejercido por los mercados de capitales y a la patente penetración de los altos ejecutivos en el sistema de gobierno. Un fenómeno frente al que no han sido freno suficiente ni la compleja industria de guardianes del mercado (*gatekeepers*: analistas y firmas de auditoría, de *rating* y de calificación) que le presta servicio ni la creciente presencia de vocales independientes en los consejos de administración, que frecuentemente se convierten en fieles servidores de los altos ejecutivos o de los grandes accionistas que los seleccionan y pagan. Algo que probablemente revela no sólo incapacidad de control, sino, más aún, la progresiva consolidación de una convergencia de intereses entre los mayores accionistas y los principales directivos: una alianza de intereses cortoplacistas (Moore y Rebérioux 2007; Ferreras 2019) que orienta a las empresas a la maximización del beneficio inmediato y que las gobierna por encima de la pretendida soberanía accionarial, frecuentemente en perjuicio de los restantes agentes y del propio interés de la entidad a largo plazo.

Consideraciones todas que apuntan a la posibilidad de que el preponderante papel de los accionistas en el gobierno de la empresa se base en razones alternativas: en la vieja cuestión del poder; es decir, que el gobierno y la capacidad de decisión sobre la distribución del valor pueden depender en medida muy significativa simplemente del hecho de que los grandes accionistas disponen de recursos superiores a los de las restantes partes contratantes⁵. Una razón que sigue explicando mejor seguramente que ninguna otra que el gobierno de las grandes empresas esté controlado en la práctica por ellos, con la poderosa

⁴ Muy especialmente, los comprometidos en la cadena de valor de grandes empresas.

⁵ Los supuestos contratos libres con los restantes actores (y particularmente los laborales) no son ni libres ni voluntarios ni equilibrados, sino traspasados por diferencias de poder (Bowles y Gintis 1993; González Ricoy 2010). Es la vieja tesis de Marglin (1974): la soberanía de los accionistas no sólo responde a posiciones de poder previo, sino que tiene por objeto básico fortalecer ese poder.

colaboración de los altos directivos y de las entidades financieras que contribuyen más directamente a la viabilidad de la mencionada alianza.

HACIA LA DEMOCRATIZACIÓN DE LA EMPRESA

De acuerdo con lo anterior, emerge con fuerza creciente la convicción de que puede ser más eficiente y más justa una concepción de la empresa sensiblemente diferente, si bien absolutamente improbable de forma voluntaria, lo que implica la reivindicación de una nueva regulación pública del gobierno corporativo. Una concepción que la entiende como una realidad mucho más amplia y compleja que una simple agrupación de capitales financieros: una asociación de capitales -de recursos- de muy diferente índole, que son aportados por todos esos colectivos que contribuyen de forma significativa a la generación de valor, persiguiendo intereses diferentes, pero también cooperando en función de un interés común que trasciende al interés de cada grupo. Una asociación, por tanto, en la que resulta crucial la construcción de redes y estrategias de intereses cooperativos y en la que todos los aportantes y propietarios de esos capitales -en buena parte, específicos-, que tienen derechos de propiedad y contratos incompletos y arriesgados (en buena medida, relacionales), requieren de un sistema de gobierno que proteja sus intereses. Algo que, de acuerdo con lo señalado, afecta incluso a actores -comunidades locales, administraciones públicas, suministradores, clientes...- situados extramuros de los límites estrictamente legales de la empresa (Rodríguez 2006).

Se trata de una forma de entender la realidad empresarial en la que el capital aportado por los accionistas no deja, por supuesto, de ser indispensable, pero sí deja de tener la excepcionalidad y la prioridad que le conceden las teorías defensoras del modelo accionarial. Todos los capitales tecnológicos, humanos, intelectuales, organizacionales, ambientales y reputacionales se convierten en activos tan esenciales como el capital financiero. Es una visión de la empresa paralela a la patente pérdida de peso de los activos físicos y a la creciente importancia del capital humano y de los factores intangibles, relacionales y cooperativos, respetuosa del largo plazo y que tiene presentes las externalidades negativas de la empresa y la injusticia de la forma en que se soportan. Una visión en la que la eficiencia óptima se consigue a través de la capacidad de incentivar y comprometer en la actividad a todas las partes implicadas y afectadas.

Desde esta perspectiva, la empresa no es ya un simple objeto de propiedad (una mercancía) ni un coto preferente de grandes accionistas y altos ejecutivos, sino una entidad con identidad propia, que trasciende a cada una de sus partes constituyentes y que, en esa medida, debe ser gobernada por todas ellas, aunque cada una deba tener un peso diferente, en sintonía con su diferente aportación al valor conjunto creado (Rodríguez, Melle y Sastre 2007). La antítesis, por tanto, de los gobiernos accionarial y gerencial: frente a ambos, se esboza un modelo basado en la participación de los agentes más claramente concernidos en y afectados por la actividad empresarial, para el que se vienen utilizando denominaciones como participativo, pluralista o *stakeholder*, aunque no pocos autores sostienen que la participación debe limitarse a los trabajadores (Hagen y Mulder 2012). Un modelo que, sin olvidar los riesgos de que pueda ser cooptado o manipulado por alguna de las partes intervinientes, puede abrir el camino a una progresiva democratización de la empresa.

De esta forma, el sistema de gobierno corporativo pasaría de ser un instrumento de los accionistas a una herramienta del conjunto de la comunidad empresarial: la "cámara de compensación" de los diferentes intereses en juego (Freeman 1984) y el ámbito de conformación del interés colectivo. Ese interés al que debe orientarse la misión de los directivos, que deberían gestionar la empresa en función de todos los partícipes y con responsabilidad fiduciaria ante todos ellos. Como coordinadores de todos los activos que confluyen en la constitución y en el funcionamiento de la empresa, con la misión de minimizar los conflictos derivados de la diferencia de intereses y de perseguir de forma equilibrada el óptimo bien común de la empresa: el óptimo valor compartido sostenible (Rodríguez, Melle y Sastre 2007); es decir, el óptimo interés común de quienes participan en ella o se ven afectados por su actividad -la maximización de

sus excedentes (Tirole 2001)-, internalizando también las externalidades negativas que genera (Johnston 2012). Un modelo que no sólo responde a criterios de equidad y justicia (porque posibilita un reparto más equitativo de los derechos y del excedente y reduce los abusos de poder y los efectos negativos), sino también de eficiencia: porque los diferentes poderes compensadores se equilibran entre sí y permiten un mejor control de la dirección y un límite claro a la concentración de poder -y a las distorsiones en la gestión que ésta puede provocar- (Pirson y Turnbull 2015); y porque es el criterio que mejor incentiva las inversiones específicas y el compromiso de todos los partícipes con la empresa, al tiempo que fortalece la capacidad del sistema de gobierno de aportar conocimientos y recursos a la empresa adicionales a los de los accionistas (Ayuso y Argandoña 2007).

Una perspectiva que defiende, en consecuencia, la necesidad y la conveniencia de avanzar de forma decidida hacia mayores niveles de democracia en la empresa. Y no sólo por razones morales o políticas, sino también económicas -aunque insuficientes por sí solas (Johnson 2006). Lo que implica repensar el gobierno corporativo desde una perspectiva en cierta medida política (Aglietta y Rebérioux 2004; Johnston 2012), dado que supedita la estrategia y los objetivos de la empresa no ya a una finalidad inevitable y previa (la maximización del beneficio o del valor de la acción), sino al proceso de definición de lo que en cada circunstancia constituya el interés colectivo, que sólo puede decantarse de forma consensuada, a través de un proceso de diálogo y negociación que debe desarrollarse en los diferentes órganos del sistema de gobierno (y muy especialmente en el consejo de administración). Un planteamiento, por otra parte que no se puede considerar en absoluto novedoso en la izquierda y que conecta también con propuestas nada transgresoras que se remontan a los años 20 y 30 del pasado siglo: como Berle y Means (1932) o el propio Keynes (1926), que consideraban que las grandes empresas -por su dimensión, importancia general y capacidad de influencia- se asemejaban más a grandes organismos públicos. Razón por la que deberían ser permeables a formas de gobierno más coherentes con la inspiración democrática en que deben sustentarse esos organismos.

Ciertamente, es un planteamiento que no deja de comportar problemas -delimitación de los grupos que deben formar parte del gobierno empresarial, forma de participación, inevitabilidad de conflictos entre partícipes, dificultad de concreción del objetivo y de medición del valor total generado y de su distribución, posible mayor propensión a retribuciones o rigideces excesivas frente a trabajadores y proveedores, mayor aversión al riesgo, dificultades para la atracción de capitales...- y que introduce grados considerables de complejidad, frente a la simplicidad de la subordinación de las decisiones a un único criterio. Problemas que supuestamente pueden dificultar el control de los directivos: es la crítica, entre otros, de Tirole (2001) y, sobre todo, Jensen (2002). Pero ni parecen algo exclusivo de este modelo ni algo inevitable, como revelan los casos de empresas y países en los que se han introducido elementos de esta filosofía. Al contrario, la participación puede ser una forma de gobierno que comporte ventajas nada despreciables (un análisis detallado puede verse en Pirson y Turnbull 2015): mejoras en el control de la gestión a través de la red de poderes compensadores que establece, mayor resistencia frente a las crisis, desincentivos al cortoplacismo y a la asunción de riesgos excesivos, freno a la discrecionalidad de los altos directivos, incremento del compromiso de las partes implicadas y de la confianza entre ellas, impulso a las inversiones específicas, al aprendizaje colectivo, al capital relacional, a la productividad y a la calidad, por nombrar algunas. Aspectos todos que aproximan esta perspectiva a las teorías cognitivas de la empresa, que la entienden como una entidad eminentemente procesadora de conocimientos de procedencia diversa y de los que depende su capacidad competitiva (Coriat y Weinstein 2011).

No está de más advertir, de otro lado, que es un planteamiento que puede permitir superar muchas de las contradicciones de la llamada responsabilidad social empresarial (RSE). Una filosofía que presupone la mejor y más equilibrada posible atención a los intereses de todas las partes afectadas por la actividad de la empresa y al conjunto de la sociedad, así como la preocupación por la óptima sostenibilidad de la empresa en el tiempo -y que, por tanto, implica un sistema de gobierno corporativo responsable, eficiente

y justo-, pero que las grandes empresas han acabado convirtiendo mayoritariamente en un discurso eminentemente instrumental, frecuentemente con finalidades reputacionales, cosméticas y de legitimación, subordinado siempre al objetivo del beneficio. Frente a los magros resultados reales de este discurso voluntarista y unilateral, la participación de los grupos de interés básicos en el gobierno corporativo puede posibilitar un progreso mucho más efectivo hacia comportamientos socialmente más responsables, porque impulsaría a la empresa a no perseguir el exclusivo interés del accionariado, introduciendo consideraciones extrafinancieras y orientándola hacia la búsqueda de objetivos de más largo plazo, más sostenibles y más equilibrados, más positivos para la sociedad y el medio ambiente y en los que todas las partes implicadas encontrarán una satisfacción válida (Rodríguez 2002, 2003 y 2006; Rodríguez, Melle y Sastre 2007; Ayuso y Argandoña 2007; Crifo y Rebérioux 2015; Ferreras 2019). En este sentido, puede entenderse como una perspectiva que sienta las bases para una fundamentación económica de la RSE alternativa a la del egoísmo ilustrado (el "*business case*", basado en la supuesta, y nunca probada, coincidencia entre la RSE y los intereses a largo plazo de los accionistas) (Rodríguez 2002, 2003 y 2006; Brink 2007).

Un punto de vista, finalmente, que recuerda que los sistemas participativos de gobierno empresarial no limitan su virtualidad al ámbito interno de la firma, sino que pueden tener repercusiones nada despreciables a nivel general. No sólo por ese impulso a una RSE más efectiva, sino por efectos como la reducción de la desigualdad, en la medida en que muy probablemente inducirían a estrechar las diferencias retributivas en el interior de las empresas, constituyéndose como eficaces instrumentos de "predistribución". Pero quizás por encima de todo ello pueden estar sus consecuencias en la esfera política (Aglietta y Rebérioux 2004; Fernández Steinko 2005 y 2013). Como la izquierda más consciente siempre ha sostenido, la solidez de la democracia requiere que penetre también en el ámbito de la economía, y muy especialmente en el de la empresa (sobre todo en la de gran dimensión). Y mucho más en un tiempo como el actual, en el que tan desmesurada se ha hecho la capacidad de condicionamiento de las grandes corporaciones. Por eso, para que desarrolle todo su potencial transformador y no se debilite y deteriore, "la democracia no puede detenerse a las puertas de las fábricas" (frase emblemática del político socialdemócrata sueco Ernst Wigforss). La democratización de la empresa -aparte de deseable en sí misma y justificable económicamente- es una herramienta imprescindible para avanzar hacia una mayor calidad y profundidad en el nivel democrático general. Los modelos de gobierno corporativo participativos, ciertamente, no la agotan, pero la posibilitan y son su condición.

CONCLUSIONES

Frente a la defensa apologética por parte de la teoría económica ortodoxa de la superioridad del modelo de gran empresa gobernada -nominalmente- por los accionistas -por los mayoritarios- y frente a las consecuencias de ese sistema de gobierno corporativo en la práctica interna de las empresas y en el conjunto de la economía, el artículo ha querido poner de relieve la consistencia de una creciente crítica teórica que sostiene que lo justo, legítimo e incluso más eficiente en términos económicos es un modelo alternativo: un modelo participativo en el que estén representados todos los actores esenciales en la vida de la empresa.

Es un modelo que se considera preferible en términos morales y jurídicos, porque se corresponde mejor con los derechos de defensa de los intereses (vale decir, los derechos de propiedad) de todos esos actores esenciales, pero también en términos microeconómicos, porque responde mejor a la participación en la creación de valor, al tipo de contratos, a las inversiones específicas realizadas y a los riesgos residuales asumidos de todos esos actores.

Un modelo, por otra parte, que podría ayudar a mitigar tanto las serias distorsiones internas del gobierno accionarial -y de las perversiones que en la práctica frecuentemente le acompañan- como los desequilibrios generales que provoca, por lo que podría contribuir a una mayor eficiencia interna y del

conjunto de la economía. Y que, además, muy probablemente impulsaría, así mismo, comportamientos empresariales más responsables y sostenibles, en la medida en que parece razonable que la presencia activa en los órganos de gobierno corporativo de representantes de las partes afectadas por la actividad empresarial puede evitar la persecución del exclusivo interés de los accionistas y propiciar la búsqueda de objetivos de más largo plazo, más sostenibles y más equilibrados.

No está de más, finalmente, destacar que se trata de un modelo de gobierno de las grandes empresas que podría también ayudar sustancialmente a moderar su inmensa capacidad de condicionamiento político, contribuyendo así a depurar muchas de las deficiencias actuales en la calidad de la democracia.

REFERENCIAS

Aglietta, Michel y Rebérioux, Antoine (2004): *Dérives du capitalisme financier*, París: Éditions Albin Michel. (Traducción al castellano: *El capitalismo financiero a la deriva*, Bogotá: Universidad Externado de Colombia, 2009.)

Alchian, Armen A. y Demsetz, Harold (1972): "Production, information costs and economic organization", *American Economic Review*, vol. 62, nº 5, pp. 777-795.

Alonso, Luis Enrique y Fernández, Carlos J. (2018): *Poder y sacrificio, Los nuevos discursos de la empresa*, Madrid: Siglo XXI.

Álvarez, Ignacio y Medialdea, Bibiana (2010): "La influencia de la financiarización sobre el gobierno corporativo de la empresa: el papel de los inversores institucionales", *Revista de Economía Mundial*, nº 24, pp. 165-191.

Ayuso, Silvia, y Argandoña, Antonio (2007): "Responsible Corporate Governance: towards a stakeholder board of directors", working paper nº 701, Barcelona: IESE Business School, University of Navarra. Recuperado de <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1349090> .

Berle, Adolf A. y Means, Gardiner C. (1932): *The modern corporation and private property*, Nueva York: Harcourt, Brace and World.

Blair, Margaret M. y Stout, Lynn A. (1999): "A team production theory of corporate law", *Virginia Law Review*, vol. 85, nº 2, pp. 247-328.

Bowles, Samuel y Gintis, Herbert (1993): "A political and economic case for the democratic enterprise", *Economics and Philosophy*, vol. 9, nº 1, pp. 75-100.

Brink, Alexander (2007): "A Normative Theory of the Firm", Conference of the German Association of Economists, Session of Section "Economics and Ethics", Freiburg: Walter Eucken Institute, University of Freiburg, March 1-3. Recuperado de <https://www.wipo.uni-freiburg.de/tagungen/vfs-tagung/brink_normative_theory_of_the_firm.pdf> .

Colletis, Gabriel (2012): "La finance est-elle en train de tuer l'industrie?", *Alternatives Économiques*, Hors Série nº 93. Recuperado de <<https://www.alternatives-economiques.fr/finance-train-de-tuer-lindustrie/00060377>> .

Coriat, Benjamin y Weinstein, Olivier (2011): *Nuevas teorías de la empresa. Una revisión crítica*, Buenos Aires: Lenguaje Claro Editora. (Versión ampliada de la edición original francesa *Les nouvelles théories de l'entreprise*, París: Librairie Générale Française, 1995.)

Coriat, Benjamin; Coutrot, Thomas; Pérez, Roland y Weinstein, Olivier (2012): "Empresas: salir de la financiarización" en Los Economistas Aterrados (eds.), *Cambiar de economía*, Madrid: Los Libros de la Catarata, pp. 160-189.

Crifo, Patricia y Rebérioux, Antoine (2015): "Gouvernance et responsabilité sociétale des entreprises: nouvelle frontière de la finance durable?", *Revue d'Économie Financière*, vol. 117, nº 1, pp. 205-223.

Dallery, Thomas, y van Treeck, Till (2009): "Objetivos empresariales, regímenes de crecimiento macroeconómico y finanzas", *Ekonomiaz*, nº 72, pp. 140-161. Recuperado de <<http://www.euskadi.eus/web01-a2reveko/es/k86aEkonomiazWar/ekonomiaz/abrirArticulo?idpubl=67®istro=1008> >

Demsetz, Harold (1967): "Toward a theory of property rights", *American Economic Review*, vol. 57, nº 2, pp. 347-359.

Fama, Eugene F. y Jensen, Michael C. (1983): "Agency problems and residual claims", *Journal of Law and Economics*, vol. 26, nº 2, pp. 327-349.

Fernández Steinko, Armando (2005): "Democracia económica y legitimidad política", *Lan Harremanak*, nº 12, pp. 67-82.

Fernández Steinko, Armando (2013): "Democracia económica para una salida de la crisis", *Revista de Economía Crítica*, nº 16, pp. 144-166.

Ferreras, Isabelle (2019): *Democratizing firms*, Guildford: Centre for the Understanding of Sustainable Prosperity (CUSP), University of Surrey.

Freeman, R. Edward (1984): *Strategic Management. A Stakeholder Approach*, Boston: Pitman.

González Ricoy, Iñigo (2010): "Democratizar la empresa: un análisis desde la Filosofía Política", *Revista de Estudios Políticos*, nº 148, pp. 45-69.

Grossman, Sanford J. y Hart, Oliver D. (1986): "The costs and benefits of ownership", *Journal of Political Economy*, vol. 94, nº 4, pp. 691-719.

Hagen, Inger Marie y Mulder, Bernard Johann (2012): "Why stakeholders?", en Sigurt Vitols y Johannes Heuschmid (eds.), *European company law and the sustainable company: a stakeholder approach*, Bruselas: European Trade Union Institute, pp. 41-70.

Hansmann, Henry y Kraakman, Reinier (2001): "The End of History for Corporate Law", *Georgetown Law Journal*, vol. 89, nº 2, pp. 439-468.

Jensen, Michael C. (2002): "Value maximization, stakeholder theory and the corporate objective function", *Business Ethics Quarterly*, vol. 12, nº 2, pp. 235-256.

Jensen, Michael C., y Meckling, William H. (1976): "Theory of the Firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, nº 4, pp. 305-360.

Johnson, Phil (2006): "Whence Democracy?", *Organization*, vol. 13, nº 2, pp. 245-274.

Johnston, Andrew (2012): "Recent developments in stakeholder theory: from the productive coalition to the governance of social costs", en Sigurt Vitols y Johannes Heuschmid (eds.) *European company law and the sustainable company: a stakeholder approach*, Bruselas: European Trade Union Institute, pp. 17-40.

Keynes, John Maynard (1926): "The End of Laissez-Faire", en Keynes, John Maynard (1972), *Essays in Persuasion*, Londres: Macmillan, pp. 272-294. (Edición española reciente: "El fin del laissez-faire", en *Ensayos de persuasión*, Madrid: Síntesis, 2009, pp. 277-296.)

Lazonick, William y O'Sullivan, Mary (2000): "Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance", *Economy and Society*, vol. 29, nº 1, pp. 13-35.

Lordon, Frédéric (2000): "La "création de valeur" comme rhétorique et comme pratique. Généalogie et sociologie de la valeur actionnariale", *L'Année de la Régulation*, vol. 4, pp. 117-165.

- Mahoney, Joseph T. (2012): "Towards a stakeholder theory of strategic management", working paper, Champaign: (IL): University of Illinois at Urbana-Champaign. Recuperado de <<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.559.7962&rep=rep1&type=pdf>> .
- Marglin, Stephen A. (1974): "What do bosses do?", *Review of Radical Political Economics*, vol. 6, nº 2, pp. 60-112. (Traducción al castellano: "¿Cuál es la función del jefe?", en Louis Putterman (ed.), *La naturaleza económica de la empresa*, Madrid: Alianza Editorial, 1994, pp. 333-344.)
- Mason, Michael y O'Mahony, Joan (2008): "Post-traditional Corporate Governance", *Journal of Corporate Citizenship*, nº 31, pp. 1-14.
- Mazzucato, Mariana (2014): *El Estado emprendedor*, Barcelona: RBA.
- Mazzucato, Mariana (2019): *El valor de las cosas*, Madrid: Taurus.
- McGaughey, Ewan (2019): "Democracy in America at work: the history of labor's vote in corporate governance", Research Paper Series Paper No. 2019-24, Londres: Dickson Poon School of Law Legal Studies, King's College London
- Medialdea, Bibiana y Sanabria, Antonio (2013): "La financiarización de la economía mundial: hacia una caracterización", *Revista de Economía Mundial*, nº 33, pp. 195-227.
- Melle, Mónica (2015): "Sobre el gobierno corporativo: democratizar la economía", Madrid: Economistas Frente a la Crisis. Recuperado de <<https://economistasfrentealacrisis.com/sobre-el-gobierno-corporativo-democratizar-la-economia/>> .
- Merino, Amparo y Moreno, José Ángel (2017): "La maximización del valor accionarial", I, II y III, *Diario Responsable*, 2, 8 y 14 de junio.
- Montier, James (2014): "The World Dumbest Idea", GMO White Paper, diciembre. Recuperado de <https://www.gmo.com/globalassets/articles/white-paper/2014/jm_the-worlds-dumbest-idea_12-14.pdf> .
- Moreno, José Ángel (2019): "Empresa neoliberal vs. empresa participativa: argumentos económicos para la democracia en la empresa", en Plataforma por la Democracia Económica (ed.), "Reivindicando la democracia en la empresa", *Dossieres EsF de Economistas sin Fronteras*, nº 32. Recuperado de <<https://ecosfron.org/wp-content/uploads/Dossieres-EsF-32-Reivindicando-la-democracia-en-la-empresa.pdf>> .
- Moore, Marc T. y Rebérioux, Antoine (2007): "The Corporate Governance of the Firm as an Entity: Old Issues for the New Debate", Working Paper Series REFGOV-CG-14, Louvain: Centre for Philosophy of Law, Université Catholique de Louvain. Recuperado de <[https://sites.uclouvain.be/cpdr-refgov/publications/Working%20Papers/Corporate%20Governance%20-%20CG_\(10.08.2007_19h08\)_WP-CG-14.pdf](https://sites.uclouvain.be/cpdr-refgov/publications/Working%20Papers/Corporate%20Governance%20-%20CG_(10.08.2007_19h08)_WP-CG-14.pdf)> .
- Palladino, Leonore (2019): "Rip shareholder primacy", *Boston Review*, verano, issue *Economics After Neoliberalism*, pp.1-14. Recuperado de <<http://bostonreview.net/forum/leonore-palladino-american-corporation-crisis%E2%80%94lets-rethink-it>> .
- Palladino, Leonore, y Karlsson, Kristina (2018): "Towards Accountable Capitalism", *Roosevelt Institute Issue Brief*, octubre, pp. 1-17.
- Pirson, Michael y Turnbull, Shann (2015): "The future of corporate governance: Network governance - a lesson from the financial crisis", *Human Systems Management*, vol. 34, nº 1, pp. 81-89.
- Pollin, Jean-Paul (2006): "Essais sur la gouvernance", Document de Recherche nº 2003-25, Orléans: Laboratoire d'Économie, Université d'Orléans. Recuperado de <<https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-00081933/document>> .

Rajan, Raghuram G. y Zingales, Luigi (1998): "Power in a theory of the firm", *Quarterly Journal of Economics*, vol. 113, nº 2, pp. 387- 432.

Rebérioux, Antoine (2003): "Gouvernance d'entreprise et théorie de la firme. Quelle(s) alternative(s) a la valeur actionariale?", *Revue d'Économie Industrielle*, nº 104, pp. 85-110.

Rebérioux, Antoine (2005): "Les fondements microéconomiques de la valeur actionariale. Une revue critique de la littérature", *Revue Économique*, vol. 56. nº 1, pp. 51-75.

Rebérioux, Antoine (2008): "Les entreprises cotées ont-elles pour seule responsabilité de servir l'intérêt de leurs actionnaires?", *Regards Croisés sur L'économie*, nº 3, pp. 86-96.

Retolaza, José Luis y San-José, Leire (2017): "Hacia una nueva teoría de firma orientada al bien común", *Revista de Responsabilidad Social de la Empresa*, nº 26, pp. 41-61.

Robé, Jean-Philippe (2011): "The legal structure of the firm", *Accounting, Economics, and Law*, vol. 1, nº 1, pp. 1-88.

Rodríguez, José Miguel (2003): *El gobierno de la empresa: un enfoque alternativo*, Madrid: Akal.

Rodríguez, José Miguel (2002): "Teoría de los partícipes y ciudadanía empresarial: una perspectiva pluralista del gobierno de las compañías", *Ekonomiaz*, nº 50, pp. 74-109.

Rodríguez, José Miguel (2006): "Valor accionarial y orientación *stakeholder*. bases para un nuevo gobierno corporativo", *Papeles de Economía Española*, nº 108, pp. 10-26.

Rodríguez, José Miguel; Melle, Mónica y Sastre, José Manuel (2007): *Gobierno y responsabilidad social de la empresa*, Madrid: AECA.

Stout, Lynn A. (2013a): "The troubling question of corporate purpose", *Accounting, Economics, and Law*, vol. 3, nº 1, pp. 61-70.

Stout, Lynn A. (2013b): "The shareholder value myth", Cornell Law Faculty Publications, Paper nº 771, Ithaca: Cornell University, Cornell Law School. Recuperado de < <https://scholarship.law.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?referer=&httpsredir=1&article=2311&context=facpub> >

Tirole, Jean (2001): "Corporate Governance", *Econometrica*, vol. 69, nº 1, pp. 1-35.

Torrero, Antonio (2008): *Revolución en las finanzas*, Madrid: Marcial Pons.

Vives, A. (2016): "¿Quién determina cuáles son los objetivos de la empresa? ¿Debe maximizar los beneficios?" Recuperado de <http://cumpetere.blogspot.com/2016/04/quien-determina-cuales-son-los.html>

Williamson, Oliver E. y Bercovitz, Janet (1996): "The modern corporation as an efficiency instrument: the comparative contracting perspective", en Carl Kaysen (ed.), *The american corporation today*, Nueva York: Oxford University Press, pp. 327-359.

Zingales, Luigi (2000): "In Search of New Foundations", *Journal of Finance*, vol. 55, nº 4, pp. 1623-1655.