

Doctor *honoris causa*

# Vicente Salas Fumás



**UAB**

Universitat Autònoma de Barcelona

---

Doctor *honoris causa*

# VICENTE SALAS FUMÁS

Discurs llegit  
a la cerimònia d'investidura  
celebrada a la sala d'actes de l'edifici Rectorat  
el dia 18 de novembre de l'any 2021

**UAB**

Universitat Autònoma de Barcelona

## **Índex**

Presentació de Vicente Salas Fumás per Antoni Serra Ramoneda. . . . .	4
Discurs d'Investidura de Vicente Salas Fumás. . . . .	11
<i>Currículum vitae</i> de Vicente Salas Fumás. . . . .	132
Acord de Consell de Govern. . . . .	154

---

PRESENTACIÓ  
DE  
VICENTE SALAS FUMÁS  
PER  
ANTONI SERRA RAMONEDA

---

Rector Magnífic,

L'any 1990 els fets es mostraren molt propicis per al Departament d'Empresa d'aquesta universitat. Van regalar-li com a catedràtic un professor que, immediatament, va convertir-se en una peça essencial que es va demostrar ser molt més valuosa del que dibuixaven les nostres expectatives: el doctor Vicente Salas Fumás. Nascut a Albelda, una vila de la comarca de la Llitera, al territori fronterer de la Franja, al si d'una família camperola, el seu brillantíssim expedient de batxillerat li havia permès d'obtenir beques que li obriren les portes de la barcelonina ESADE, on es va llicenciar, i tot seguit les de la Universitat Purdue, als Estats Units, on va doctorar-se. Quan aterrà al nostre departament el seu prestigi com a professor i investigador ja tenia un cert gruix, fet que començava a ser de domini públic. Encara prou jove, no presentava cap estrall dels que provoca el pas del temps al físic i a les neurones. Davant seu s'obria un camí de llarg recorregut. De seguida, i sense proposar-s'ho, els esdeveniments i les seves capacitats el portaren a assumir un doble rol. D'una banda, operant com un catalitzador del potencial investigador i docent, fins aleshores no prou aprofitat, dels doctorands de la plantilla. I de l'altra, actuant com un imant que atreia cap al Departament investigadors en formació d'altres institucions frisosos per treballar a la seva ja preuada ombra. Va romandre entre nosaltres cinc o sis profitosos anys que van escolar-se molt ràpidament. Al nostre gust van ser pocs, però cal reconèixer que suficients perquè la seva potent empremta deixés traces in-

---

delebles del seu mestratge en els quefers del Departament. Molts dels actuals professors sèniors encara en actiu, com és el cas de l'actual cap del Departament, van ser deixebles directes seus i són nombrosos, i valuosos, els treballs encapçalats pels seus noms al costat del de Vicente Salas. Tots els joves doctorands s'aixoplugaren al seu entorn i reberen profitosos consells per engegar el seu caminar cap a la tesi. No donaré noms, ja que diuen que assenyalar amb el dit és de mala educació, però als arxius es troben proves fefaents de la quantitat de treballs en equip en què va participar qui es convertí en pal de paller del Departament. Per sort, la seva marxa no va trencar els lligams que l'unien amb aquest. Fins al dia d'avui, s'ha mostrat sempre disposat a participar tan sovint com li ha estat possible en les activitats que s'hi organitzen. Res no permet pensar que no seguirà fent-ho en el futur. Sempre que li ho hem demanat, ens ha donat una mà auxiliadora. Encara avui el considerem un dels nostres.

Com s'explica aquest èxit tan fulgurant i els seus efectes de llarga durada? Certament, la matèria primera sobre la qual el Dr. Salas exercí el seu mestratge devia ser de bona qualitat. Si no hagués estat així, la collita no hauria estat tan ponderosa per molt potent que fos la llavor. Però a les arrels del fenomen es troben les raons bàsiques: les virtuts intrínseques del professor Salas. D'una banda, les intel·lectuals, que comentaré a bastament més endavant, però de l'altra, les que es poden resumir en dos substantius: generositat i modèstia. Dues virtuts que, malauradament, segons la meua ja llarga experiència, no són precisament les que més proliferen en els ambients universitaris. Hi ha excepcions que, per la seva magnitud, no només trenquen la regla sinó que, a més, són font de joiosa sorpresa. Com la del Dr. Salas, un autèntic pou sense fons de generositat, sempre disposat a donar un cop de mà a tots els col·legues, a empènyer per trobar l'eixida d'un problema que per a l'investigador semblava insoluble, a dedicar, *gratis et amore*, les hores necessàries per reconduir un projecte d'investigació empantanegat en un carreró aparentment sense sortida. A les reunions per assignar les hores de classe, aquests temibles aquelarres que molt sovint

---

acaben com el rosari de l'aurora, sempre acceptà, sense cap senyal de protesta, un lloc residual davant de professors d'inferior categoria i amb menys anys de serveis. En poques paraules, moltes vegades li va correspondre impartir classes per a repetidors els divendres a la darrera hora de la tarda. Sense un mal gest, sense cap mostra de disgust. La seva gran modèstia és un segon motiu d'admiració. Fa pocs anys, a la revista local *Somos Litera* aparegué una llarga i aclaridora entrevista al professor Salas, i el periodista responsable va tenir l'encert de titular-la *Ilustre Sencillez*. *Ilustre Sencillez*, una descripció perfecta, tot i que jo hauria recomanat d'afegir-hi un punt d'exclamació per donar-li més èmfasi. Un petit incís: com possiblement convindran, la modèstia és una virtut que honora a qui la practica, però que portada a límits extrems pot tenir conseqüències socials negatives. Virtuts privades, vicis públics, podríem dir invertint la coneguda dita de l'epicuri Bernard de Mandeville a la *Faula de les abelles*. En uns temps on proliferen els qui es penguen medalles immerescudes i reparteixen a tort i a dret cops de colze per surar, un excés de modèstia pot impedir que els càrrecs amb responsabilitats col·lectives siguin ocupats pels qui millor podrien exercir-los i allunyar la societat del *first best*. Demano excuses per aquest petit retret egoista, una digressió que en cap cas no erosiona el mèrit de qui avui és el nostre motiu de reunió. La generositat i la modèstia del professor Vicente Salas ja han esdevingut proverbials. Tothom reconeix que som davant d'un ciutadà exemplar que sempre ha situat l'interès col·lectiu al davant del personal. I que, com ell mateix va reconèixer a la suara esmentada entrevista, va voler retornar, des de la universitat pública, els favors rebuts en forma de beques que tan bé va saber aprofitar. I el cert és que els ha retornat amb escreix. No patiu, professor Salas. Un escolàstic expert en matemàtica financera diria que heu aplicat al càlcul del deute que heu satisfet un tipus d'interès clarament usurari.

Al meu entendre, aquests mèrits ja justificarien la concessió del doctorat *honoris causa* a tan distingit universitari. Però és que l'aportació que, gràcies a la seva capacitat analítica i a la seva laboriositat, ha

---

fet a la disciplina de l'Economia, i especialment a la branca que tracta de comprendre el funcionament de les empreses, és tan admirable que no seria just deixar-la al tinter. M'explicaré. El pla d'estudis de la primera Facultat d'Economia a l'Estat espanyol va ser dissenyat, l'any 1943, per un professor alemany, un *junker* prussià, Heinrich von Stackelberg. I, naturalment, seguint la tradició del seu país, a la seva proposta hi va incloure una assignatura, que després es convertiria en una de les dues especialitats que els futurs llicenciats podien triar, titulada Economia de l'Empresa, que pretenia ser el clon hispànic de la *Betriebswirtschaftslehre* teutona. Tota la bibliografia d'aquesta disciplina era exclusivament en alemany, idioma que pocs professors espanyols dominaven, i, a més, seguint la tradició humboldtiana de la universitat germànica, tenia un caire molt formal, sense admetre cap referència empírica que pogués portar a titllar-la d'utilitarista. Als països anglosaxons, on l'Economia havia adquirit més tradició i presència universitàries, no existia cap assignatura amb una denominació similar que pogués servir com a referència. La influència d'Adam Smith comportava que tota l'atenció dels qui conreaven la disciplina se centrés en el funcionament dels mercats com a mecanisme per a l'assignació dels recursos. I que deixessin de banda l'empresa, que, segons ells, no era sinó una caixa negra, un *Deus ex machina* que transformava de manera automàtica i eficient els inputs en outputs que després aportava per vendre'ls al mercat. El problema dels professors encarregats de l'ensenyament de l'Economia de l'Empresa a les facultats que successivament van obrir-se a molts indrets del territori de l'Estat espanyol va ser com omplir de contingut el programa. Cadascú ho va resoldre a la seva manera. Ho sé de primera mà, car jo vaig ser un d'ells. No és estrany que, el 1995, el professor Salas escrigués que, després de molts esforços, no havia sabut trobar un fil comú entre el que s'explicava sota el títol d'Economia de l'Empresa als centres existents. Sortosament, als països anglosaxons alguns seguidors d'Adam Smith decidiren baixar de la seva torre d'ivori, que era el mercat, canviaren d'opinió i mostraren interès per obrir la caixa negra que era l'empresa i dissecar els mecanismes transformadors



---

dels inputs en outputs utilitzant la caixa d'eines pròpia de la teoria econòmica. Entre d'altres, els noms de Ronald Coase y de Herbert Simon, ambdós guardonats amb el Premi Nobel, van ser pioners en aquesta nova via. La sòlida formació investigadora i la capacitat analítica van permetre al professor Salas d'incorporar-se immediatament a aquesta nova tendència i aprofundir per construir una economia de l'empresa cada vegada més comparable a i complementària de l'economia dels mercats, és a dir, la teoria econòmica. Els seus llibres i els nombrosos articles publicats en revistes estrangeres i nacionals es van convertir en referents ineludibles per a, si no tots, una gran majoria dels professors d'Economia de l'Empresa al territori espanyol. I, paral·lelament, l'intent patrocinat per alguns de convertir en sengles facultats independents les dues seccions tradicionals, una d'Economia i una altra d'Empresa, va apaivagar-se. Finalment, el projecte de Von Stackelberg trobava el seu sentit. Avui, en llengua castellana, és pràcticament impossible explicar economia de l'empresa sense esmentar el nom i les obres de Salas Fumás, Vicente.

Però la polivalència investigadora del professor Salas és tan àmplia que la seva obra és llegida, estudiada i digerida per especialistes de totes les branques de l'economia. En una metàfora automobilística, és un totterreny. Dubto que entre els economistes espanyols hi hagi algú que el superi en nombre de publicacions de qualitat, esteses sobre un espectre més ampli i amb més varietat entre especulacions teòriques i anàlisis de la realitat. Són especialment dignes de destacar les dedicades al sistema financer, la xarxa vascular de tota economia, moltes d'elles a les revistes estrangeres més prestigioses. Sens dubte, el nomenament com a vocal de la comissió executiva del Banc d'Espanya, càrrec que ocupà força anys, s'explica per la validesa pràctica de les seves aportacions, comentaris i propostes. Hom pot afirmar que l'esmentada polivalència li va obrir les portes, amb tots els honors, de qualsevol dels tres departaments que integren l'espina dorsal de la nostra Facultat d'Economia i Empresa. A l'acte recentment organitzat per la Universitat de Saragossa amb motiu de la seva jubilació, l'assis-

---

tència no només va ser nombrosa i distingida, sinó també diversificada en sentit geogràfic i d'especialitats, senyal de l'agraïment del món universitari per la ingent feina duta a terme per una persona d'una capacitat intel·lectual i d'una qualitat humana fora de sèrie.

Comentar amb detall la seva obra escrita exigiria molt més temps del que tinc disponible. Espero, Rector Magnífic, que amb les meves pobres paraules anteriors ja haureu pogut copsar la magnitud dels mèrits del candidat a la distinció de doctor *honoris causa* que us presento en nom del departament al qual vaig pertànyer des del seu naixement fins als meus fatídics setanta anys, avui ja llunyans. Per aquestes raons, amb emoció i respecte us prego, Rector Magnífic, que us digneu conferir el títol de doctor *honoris causa* de la Universitat Autònoma de Barcelona al professor Vicente Salas Fumás, un model d'universitari, un ciutadà exemplar i un gran col·laborador del seu Departament d'Empresa.

---

DISCURS D'INVESTIDURA  
DE  
VICENTE SALAS FUMÁS

---

## **DISCURSO DE INVESTIDURA COMO DOCTOR *HONORIS CAUSA* DEL PROFESOR DR. D. VICENTE SALAS FUMÁS**

Universidad Autónoma de Barcelona  
Noviembre de 2021

Rector Magnífico,  
Excelentísimas e Ilustrísimas Autoridades,  
miembros del claustro universitario,  
familiares, amigos, señoras y señores:

Hoy recibo el grado más preciado, doctor *honoris causa*, que el Rector y el Consejo de Gobierno de la Universidad Autónoma de Barcelona han tenido a bien otorgarme a propuesta del Departamento de Economía de la Empresa y con la aprobación de la Junta de la Facultad de Economía y Empresa. El gran honor y la gran satisfacción que significa para mí incorporarme como doctor *honoris causa* al claustro de esta querida y prestigiosa universidad, junto con la generosa defensa que el Dr. Antoni Serra Ramoneda ha hecho de mi trabajo y mi persona, me obligan a una gratitud que nunca podré corresponder, por lo que la deuda con la Universidad Autónoma de Barcelona será para siempre. Gracias también a los profesores y amigos que nos acompañan en esta ceremonia solemne. La máxima gratitud al Dr. Serra Ramoneda, por las palabras laudatorias hacia mi persona y mi trabajo que acaba de pronunciar, por la amistad y el afecto que me

---

ha transmitido a lo largo de los años, y por el empeño personal que me consta ha puesto en esta investidura.

Quisiera que este discurso sirva, primero, para responder al Dr. Serra y dejar constancia pública de lo que ha significado la continuada y estrecha relación con la Facultad de Economía y Empresa de la UAB para mi carrera profesional. Y, segundo, para poner en perspectiva la evolución y consolidación, durante los últimos cincuenta años, de la economía organizacional y, dentro de ella, de la teoría económica de la empresa como institución social. En este sentido, la primera parte del discurso académico se centra en la revisión de la teoría, mientras que la segunda relaciona la teoría con las propuestas de reforma de la empresa, dentro del debate sobre el futuro del capitalismo. Con ello espero demostrar la relevancia positiva y normativa del estudio de la empresa desde la economía, a la que no hace justicia, en mi opinión, el actual tratamiento del tema en los estudios de economía y empresa en España. Comenzaré, sin embargo, con un breve recuerdo y agradecimiento público a personas que a lo largo de «mis días» fueron determinantes en la vida y en el trabajo.

### **Mis días hasta el doctorado**

Nací y crecí en un pueblo de la Franja Oriental de Aragón, Albelda (Huesca), en la comarca de la Litera, donde se habla una variante del catalán, la lengua materna que aún conservo. Hijo único en una familia de padres, abuelos y bisabuelos agricultores, mi destino estaba marcado para continuar con la tradición familiar. Pero, parafraseando la jota que tan maravillosamente canta Joan Manuel Serrat, en mi caso, el rocío de la mañana, el calor del mediodía y los mosquitos de la tarde no fueron suficientes para que quisiera ser labrador. Todo empezó cuando, a los once años, el maestro del pueblo convenció a mis padres para que estudiara el bachillerato en el Instituto Laboral de la vecina localidad de Tamarite. No había mucha diferencia entre seguir en la

---

escuela del pueblo e ir y venir cada día de casa al Instituto; solo cuatro kilómetros de ida y otros tantos de vuelta en bicicleta. Cinco años más tarde, terminado del bachillerato, planteé a mis padres la posibilidad de continuar estudiando, primero el bachillerato superior y, eventualmente, una carrera universitaria. La decisión familiar no fue nada fácil, porque algunos de los abuelos eran reticentes a que rompiera con la tradición familiar; seguir estudiando implicaba irme de casa, cortar con la tradición de cultivar los campos de la familia cuando mis padres ya no pudieran hacerlo. A ellos, que no habían tenido oportunidad de estudiar, les resultaba difícil comprender los potenciales beneficios de obtener un título universitario, mientras que los costes eran perfectamente evaluables. Finalmente, demostrando una enorme generosidad y conscientes del sacrificio que significaba para ellos quedarse solos en el trabajo del campo, mis padres accedieron a que cursara los dos años adicionales de bachillerato laboral superior en el Instituto Laboral de Balaguer (Lérida). A los dieciséis años abandonaba el domicilio familiar, al que solo volvía ya en las vacaciones para ayudar en tareas de recolección.

Al terminar el bachillerato y aprobar el examen de acceso a la universidad, especial para quienes habíamos cursado el bachillerato laboral, FP en la terminología actual, llegó el momento de elegir la carrera. Era la primera persona de la familia que iba a la universidad y ni mis padres ni otras personas del entorno tenían suficientes elementos de juicio para aconsejarme. Finalmente, todos juntos tomamos la decisión de estudiar Ingeniería Agronómica en la Universidad de Valencia, una carrera que daba continuidad a la especialidad agrícola del bachillerato laboral y dejaba una puerta abierta a una eventual vuelta a la agricultura familiar. En agosto, a poco más de un mes de empezar el curso en Valencia, visitó casualmente nuestra casa el médico barcelonés jubilado José María Mestre Rander. El doctor Mestre se interesó por mis estudios y se ofreció para informarse e informarnos sobre las carreras universitarias que en aquel momento ofrecían las mejores oportunidades laborales para sus egresados. El caso es que, casi sin darnos cuenta, en septiembre de 1969 inicié la licenciatura de

---

Ciencias Empresariales en ESADE, algo impensable dos meses antes y que se explica solo por los azares que nos depara la vida.

En ESADE coincidí con unos excelentes compañeros de curso y, a pesar de las diferencias de estrato social, la adaptación fue fácil y rápida. Los estudios iban bien y en el segundo año me fue concedida la primera de las becas de la Fundación Juan March-ESADE, que cubría los costes de la matrícula junto con una asignación personal. A pesar de que todo iba a mi favor y las expectativas laborales al terminar la carrera eran buenas, los estudios no me dejaban del todo satisfecho. Por ejemplo, se me daba bien y me gustaba mucho la formalización con la que se estudiaba la economía y echaba en falta el mismo o parecido rigor en el resto de asignaturas con una orientación más empresarial. Tenía la sensación de que me perdía algo, pero no sabía el qué. Afortunadamente, el profesor de economía Pere Puig y el padre José Messa, director de ESADE, entendieron mis inquietudes y me propusieron ir a estudiar a Estados Unidos. Algunos antiguos alumnos de ESADE ya habían pasado por la experiencia de estudiar el máster en una universidad americana, pero nadie hasta entonces lo había intentado con el doctorado. Finalmente, gracias a los contactos personales del padre Messa con algunos profesores de la escuela, fui admitido condicionalmente como estudiante del programa de doctorado Management de la Krannert School of Management, en la Universidad Purdue, Indiana, Estados Unidos. La condición para continuar era obtener unos resultados académicos del primer semestre positivos. La Fundación Juan March generosamente accedió a ampliar la beca con la que pagaba la matrícula en ESADE y con ello financiar los estudios de doctorado. En agosto de 1973 dejé Barcelona para estudiar en Indiana, un golpe más para la familia, claramente superada por los acontecimientos y, con la distancia que nos iba a separar, resignada a no poder contar conmigo prácticamente para nada.

Una vez en la Krannert School y a la vista de mis intereses, el profesor tutor me sugirió elegir Ciencia de la Dirección de Empresas como

---

área mayor y Dirección Estratégica como área menor. Dos de las asignaturas troncales del primer trimestre eran de economía, por lo que tuve la oportunidad de profundizar sobre todo en la parte micro que se impartía. El ambiente era muy bueno, la escuela tenía un cuadro de profesores excelente y el maridaje entre economía y gestión colmaba mis expectativas. Además, tuve la fortuna de realizar la tesis doctoral bajo la supervisión del profesor Andrew Whinston, doctor en Economía por la Universidad Carnegie Mellon, pero que en la Universidad Purdue era catedrático de tres disciplinas a la vez: Ciencia de la Administración, Economía y Ciencias de la Computación. La Universidad Carnegie Mellon (Herbert Simon, Richard Cyert, James March, William Cooper...) era entonces la más innovadora en aproximaciones multidisciplinares al estudio de las organizaciones y de la administración, ya que integraba aportaciones desde la economía, la psicología y la computación. Andrew Whinston participaba plenamente de esas inquietudes y me sentía muy identificado con los contenidos de los cursos que impartía, con los temas y métodos de sus investigaciones y con los temas de las tesis doctorales que dirigía.

Whinston empezaba a investigar sobre las aplicaciones de la inteligencia artificial a la economía y la gestión empresarial, y me sugirió realizar la tesis doctoral sobre ese tema. Sin embargo, mi falta de preparación en informática y ciencias de la computación era una limitación muy importante; finalmente, elegí realizar la tesis doctoral sobre la aplicación de la economía a problemas de gestión empresarial que tenían relevancia en aquellos años: concretamente, cómo corregir las distorsiones que la alta inflación —por el alza de los precios del petróleo— introducía en el valor informativo de los estados contables elaborados con criterios de precios históricos, y las condiciones para la sostenibilidad de monopolios naturales, entonces en proceso de desregulación. Después de dos años de trabajo, cumplía con los requisitos para defender las tesis, tres ensayos publicados en revistas académicas, pero me faltaba escribir la introducción que diera sentido al todo por encima de las partes. Había sido capaz de estudiar proble-



---

mas relevantes de gestión empresarial utilizando las herramientas y los conceptos del análisis económico, pero seguía sin comprender la diferencia fundamental entre la empresa y el mercado.

La publicación en 1975 del libro *Markets and Hierarchies*, de Oliver Williamson, supuso para mí descubrir lo que, en el fondo, aunque sin comprenderlo totalmente, había estado buscando. Una teoría de la empresa que respondiera a preguntas tan básicas como qué es una empresa o cuál es su naturaleza y razón de ser. El libro de Williamson responde a esas preguntas y además lo hace comparando la empresa con el mercado, justo lo que quería. La publicación de Williamson coincidió prácticamente en el tiempo con otros trabajos académicos sobre el estudio de la empresa y los mercados desde la economía de la información (diseño de mecanismos, teoría de la agencia, señalización), lo que poco a poco cambió de forma radical mi forma de pensar y de entender la empresa. Con todas las lecturas a las que tuve acceso durante varios meses antes de la defensa de la tesis, escribí una introducción a modo de resumen de las teorías económicas sobre la empresa que estaban emergiendo, y al mismo tiempo traté de dar coherencia a los tres ensayos recopilados en el texto de la tesis doctoral. En agosto de 1976 defendí la tesis doctoral con el título que, entendí, mejor definía lo que iba a ser mi área de especialización dentro de la economía de la empresa: «Theory and Models of Non-Market Resource Allocation».

Terminado el doctorado regresé a España para cumplir con el servicio militar. Mi deseo era incorporarme como profesor a una universidad española, pero no tenía ningún contacto y tampoco sabía por dónde empezar a buscarlos. Terminé el servicio militar en febrero de 1978; pensé que no era el momento más propicio para buscar trabajo en la universidad y regresé a la Krannert School como profesor visitante para continuar algunas de las investigaciones que tenía en marcha. Allí coincidí con Javier Ruiz-Castillo, profesor visitante en el Departamento de Economía, quien me puso al día sobre la universi-

---

dad española y me proporcionó los primeros contactos, concretamente con profesores que habían terminado sus estudios de doctorado en economía en universidades de Estados Unidos y del Reino Unido y que después habían vuelto a España, a la UAB en concreto. Así contacté con Isabel Fradera, Xavier Calsamiglia y Joan Maria Esteban. En la misma estancia en Purdue, aunque por otros cauces, conocí también a Ignacio Santillana, que estaba terminando su doctorado en la Universidad de Indiana y regresaba como profesor a la Universidad Autónoma de Madrid (UAM). Ignacio, a su vez, me puso en contacto con Juan José Durán y Emilio Ontiveros, profesores en la UAM. De no tener ningún contacto con la universidad pública española, de pronto pasé a tener varios.

Por la vía del Departamento de Teoría Económica de la UAB, entré en contacto con el Departamento de Economía de la Empresa de esa universidad. Por la vía de la UAM, me puse en contacto con la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad de Zaragoza, facultad recientemente creada (Emilio Ontiveros se desplazaba regularmente a Zaragoza desde la UAM para dar clases de economía de la empresa para cubrir el déficit de profesores en esa área de la nueva Facultad de Ciencias Empresariales). En junio de 1978 me entrevisté con el profesor José María Veciana en la UAB y con el profesor Carlos Palau, entonces decano de la Facultad de Economía y Empresa de la Universidad de Zaragoza. En la misma entrevista el decano me ofreció incorporarme a la Facultad como profesor agregado asumiendo la docencia de las asignaturas de Economía de la Empresa, que entonces incluían también las asignaturas de Finanzas y Marketing. Acepté la oferta casi inmediatamente. A los pocos días recibí una llamada del profesor Veciana con una oferta de la UAB, pero la decisión estaba ya tomada.

---

## **Mi gratitud hacia la UAB**

Mi incorporación a la Universidad de Zaragoza no impidió que surgiera una estrecha relación con profesores de economía y de empresa de la UAB por diversos cauces y por varios motivos, una relación que fue especialmente fructífera para mí, a la que siempre he estado muy agradecido y que fue determinante para que, años más tarde, me incorporara como profesor de esta universidad. Los primeros contactos se concretaron en la asistencia regular al Simposio de Teoría Económica, que entonces se celebraba cada año en Barcelona, presentando trabajos propios y otros realizados con estudiantes de doctorado de Zaragoza. Al mismo tiempo, mantenía contactos con bastante regularidad con el profesor Serra, con quien me había entrevistado cuando buscaba trabajo en la Universidad. Me interesaba mucho su opinión sobre los programas de las asignaturas de economía de la empresa que se impartían en la universidad española, y tenía interés en conocer el contenido de las asignaturas que estaba impartiendo. Tanto los profesores de teoría económica como el profesor Serra y otros compañeros del Departamento de Economía de la Empresa que conocí mostraron una amabilidad infinita hacia mí y reconocieron mi trabajo desde el primer momento. La dedicación investigadora de los profesores de teoría económica fue también determinante para orientar mi trabajo hacia la investigación en un momento en que en las áreas de empresa no se investigaba como ahora.

Los programas de las asignaturas de economía de la empresa que impartía el profesor Serra Ramoneda en la UAB tenían el enfoque económico que buscaba. Tras varias conversaciones, sus programas me dieron la confianza que necesitaba para cambiar los de las asignaturas que se impartían en Zaragoza, hasta entonces totalmente ajenas al enfoque económico. Necesitaba esa seguridad porque era un recién llegado y porque la universidad pública española era totalmente desconocida para mí, pues ni siquiera había estudiado en ella. Tenía claro lo que quería y finalmente lo plasmé en el programa de

---

una asignatura anual de cuarto curso con el título de Economía de la Empresa II. El primer semestre del curso estaba dedicado a la teoría de la empresa y su organización desde la economía de la información y los contratos. En el segundo cuatrimestre se estudiaban temas de dirección estratégica sobre la base de la economía industrial. Las dos partes del programa eran novedosas en la universidad española, pero me tranquilizó mucho la sintonía con la docencia que se impartía en la UAB.

Además de servirme de referente intelectual y ejemplo a seguir como profesor de la universidad española a finales de los años setenta del siglo pasado, la Facultad de Economía de la UAB me proporcionó ayuda material muy importante en dos ámbitos concretos: la convalidación de los estudios y la formación postlicenciatura de estudiantes licenciados en la Facultad de Zaragoza. En efecto, para convalidar el título de doctor por la Universidad Purdue, la normativa de aquel momento requería haber obtenido el título de licenciado en alguna universidad española. Como el título de ESADE no era oficial, no podía solicitar la convalidación. De hecho, estaba dando clase en la universidad con el título oficial más alto de bachillerato superior. En Zaragoza no era posible iniciar los trámites para convalidar los estudios de ESADE y el máster de Purdue por los estudios de licenciado porque todavía no había salido ninguna promoción de la Facultad, y por ser profesor del centro que debía tramitar la convalidación. Pedí ayuda a la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales de la Universidad Autónoma de Barcelona y todo fueron facilidades. En el plazo de un año me había licenciado en Economía, especialidad Empresa, por la UAB, había podido convalidar el doctorado en Estados Unidos por el equivalente a un doctorado en España, y mi situación administrativa quedaba totalmente regularizada.

La escasez de profesores formados en la Facultad de Zaragoza era manifiesta, como también lo era la escasez de recursos para formarlos. Enseguida comprendí que la única solución era ayudar a los es-

---

tudiantes que lo quisieran a formarse estudiando fuera de Zaragoza. Alguno se marchó directamente desde Zaragoza a Purdue, donde mantenía los contactos, pero había que diversificar y asegurar que llegaban al doctorado con una buena base de conocimientos. Una vez más, la solución pasó por la UAB: diseñar un programa de formación en el cual los estudiantes cursaban el Máster de Economía en la UAB y desde el Máster tratar de dar el salto a una universidad fuera de España. En este último paso fueron muy importantes las cartas de recomendación de los profesores del Máster. De este modo, un buen número de licenciados por la Universidad de Zaragoza terminaron doctorándose en las universidades de Stanford, del Noroeste, de Minnesota y de Pensilvania, entre otras. Haber podido ayudar a aquellos jóvenes para que tuvieran las mismas oportunidades de formarse como profesores universitarios que había tenido yo ha sido una de las mayores satisfacciones de mi carrera profesional. El profesor catedrático del Departamento de Economía de la Empresa Miguel Ángel García Cestona pasó por aquella experiencia. Miguel Ángel es una gran persona y mejor universitario, además de buen amigo, y me alegró mucho cuando, a la vuelta de Stanford, se incorporó como profesor a la UAB.

Con tanta generosidad y tantos beneficios tangibles e intangibles hacia mi persona, tenía claro que, si alguna vez decidía cambiar de universidad, si había un sitio para mí, el destino iba a ser la Facultad de Economía y Empresa de la UAB. El momento del cambio llegó después de doce años en la Universidad de Zaragoza, cuando el Departamento se consolidó con un relevante número de profesores funcionarios estables (titulares y muy cerca de llegar a catedráticos). El curso 1990–1991 fue el primero como profesor de la UAB. La acogida en el Departamento y en la Facultad fue excelente y enseñada me integré como uno más en la dinámica universitaria. Así fue durante cinco cursos académicos, hasta que circunstancias familiares y personales aconsejaron volver a la Universidad de Zaragoza, que generosamente me abrió las puertas de nuevo.

---

Cinco años, un espacio de tiempo relativamente breve pero extraordinariamente provechoso. Siendo profesor de la UAB publiqué el artículo académico del que estoy más orgulloso; recibí el premio Rey Jaime I de Economía; fui nombrado miembro del Consejo General del Banco de España; colaboré con empresarios, con técnicos de la Generalitat y con otros profesores de la Universidad en la creación y puesta en marcha del Centro de Economía Industrial; fui nombrado miembro del consejo de economistas asesores de la Cámara de Comercio Internacional; colaboré como docente en los másteres y doctorados de otros departamentos de la Facultad y de otras universidades y escuelas de Barcelona; presidí la fundación del Instituto de Análisis Económico; tuve la satisfacción de disfrutar en directo del crecimiento intelectual de profesores compañeros del Departamento que han conseguido reconocimiento académico internacional en sus campos de especialización... Y muy importante, me sentí extraordinariamente apreciado y reconocido por todos los colegas de la Facultad.

El profesor Serra, con la generosidad que le caracteriza, y como una muestra más del aprecio que siempre me ha transmitido, se ha referido a las razones por las que merezco el grado de doctor *honoris causa* de la UAB. Pero, con todo lo que ha significado personal y profesionalmente la UAB, debería ser yo quien reconociera a la Universidad. Como he dicho, el nombramiento de doctor *honoris causa* acrecienta la ya muy abultada deuda que tenía con esta universidad. Sé que no podré cancelarla nunca, pero al menos que quede constancia de mi ofrecimiento, mientras me queden fuerzas, para todo aquello en que la UAB considere que puedo ser de utilidad.

### **Discurso de recepción del reconocimiento como doctor *honoris causa***

Después de este preámbulo sobre mi vida y mi gratitud a la UAB por todo lo que me ha dado a lo largo de la carrera universitaria, es el

---

momento de la parte más académica del discurso, que debe realzar el acto de reconocimiento a la persona investida. Es en momentos como este cuando a uno le gustaría hacer el mejor discurso de su carrera, el que todo el mundo recordara por mucho tiempo. Pero soy consciente de mis limitaciones y lo único que puedo asegurar es un texto escrito y una exposición oral resumida del mismo elaborados con la mejor voluntad y el máximo esfuerzo tratando de estar a la altura de las circunstancias. El título de la intervención es «Teoría económica y economía política de la empresa». Se trata de un discurso centrado en la empresa, la institución económica que ha centrado mi interés intelectual a lo largo de toda la carrera universitaria, escrito desde la economía como disciplina académica en la que siempre me he inspirado, y con el deseo de contribuir a un debate sobre cuestiones relevantes: ¿se debe reformar la empresa que conocemos?, ¿por qué y en qué dirección? (economía política de la empresa), sin renunciar al rigor y la disciplina que exige la fundamentación teórica (teoría económica de la empresa).

Espero que el discurso sirva también para reivindicar el reto intelectual que plantea explicar la existencia, la naturaleza y la función social de la empresa en economías que llamamos de mercado, y la relevancia de los resultados de las investigaciones en estas materias en economías donde, en realidad, las organizaciones, entre ellas las empresas, son al menos tan importantes como los mercados. Considero que, a pesar de los avances en el análisis teórico y los resultados de la investigación empírica, la economía de la empresa, en su sentido literal, no está suficientemente reconocida en los planes de estudios de nuestras facultades, con lagunas tanto en la vertiente de «administración» como en la de «economía». Sirva este discurso para, al menos, tomar conciencia de ello.

---

# TEORÍA ECONÓMICA Y ECONOMÍA POLÍTICA DE LA EMPRESA\*

Vicente Salas Fumás  
Profesor emérito  
Universidad de Zaragoza

Texto escrito con motivo de la investidura  
como doctor *honoris causa* de la UAB

**Palabras clave:** empresa; contratos incompletos; relación de empleo y propiedad; creación de valor social; teoría de los grupos de interés

\* La redacción de este texto se ha beneficiado de las sesiones de trabajo realizadas dentro del proyecto «La Función Social de la Empresa», impulsado por la Fundación Alternativas y con la participación de Ignacio Santillana, Francisco Ros y Diego López Garrido. Agradezco los comentarios del profesor Emilio Huerta a versiones previas del texto. El contenido final es de mi única responsabilidad.



---

## **TEORÍA ECONÓMICA Y ECONOMÍA POLÍTICA DE LA EMPRESA**

### **Resumen**

Durante el último cuarto del siglo xx se produce un gran impulso en la *teoría económica* de la empresa, con investigaciones académicas que ofrecen respuestas, inéditas hasta entonces, sobre la naturaleza, razón de ser, fronteras y organización interna de la empresa como institución social. En el análisis económico la empresa emerge en sociedades con división del trabajo con la función social de facilitar la colaboración y el intercambio imprescindibles para que los especialistas accedan al consumo de bienes y servicios producidos por otros. Como institución que forma parte de los mecanismos de no-mercado para la coordinación y motivación de las personas que colaboran e intercambian, en la empresa concurren dos relaciones principales, la relación de empleo y la relación de propiedad, que la diferencian del mercado-sistema de precios, donde predominan las relaciones de compraventa. Formalmente, las relaciones de empleo y propiedad pertenecen a la categoría de los contratos incompletos, en contraposición a los contratos completos característicos del mercado. Los contratos incompletos son acuerdos en los que las partes contratantes saben que, a lo largo de la relación, se intervendrá cuando contingencias no contempladas en el contrato así lo requieran. La gobernanza

---

del contrato incompleto establece quién y cómo «completará» el contrato en la intervención.

La empresa dominante que conocemos adopta la gobernanza jerárquica en la cual los derechos a decidir sobre lo no pre-contratado de antemano recaen en los actores que aportan capital, y se constituye bajo la forma jurídica de sociedad de capitales. Otras formas de gobernanza posible, como la jerárquica —con los trabajadores titulares de los derechos residuales de decisión (cooperativa)—, la bilateral —donde trabajadores y capitalistas deciden por consenso— y la trilateral —donde los derechos residuales recaen en terceros ajenos a la colaboración—, están mucho menos representadas en el tejido empresarial. En la medida en que la empresa como institución forma parte, con el mercado y el estado, de las instituciones nucleares del capitalismo, la empresa aparece como corresponsable de los pobres resultados colectivos en sostenibilidad medioambiental y desigualdad económica que preocupan a la sociedad, y aparece en la primera línea de las propuestas de reforma.

En este contexto, hablamos de *economía política* de la empresa cuando la empresa como institución deja de ser objeto del estudio de la economía positiva y entra a formar parte de una propuesta normativa en la cual no solo importa *qué es* la empresa y *cuál es* su naturaleza, sino también *cómo debe ser* para contribuir a los objetivos de prosperidad, sostenibilidad e inclusión a los que aspira el conjunto de la sociedad. El texto describe el contexto actual con las condiciones del entorno que explican el interés académico y social alrededor de la economía política de la empresa, y revisa algunas de las propuestas de reforma en relación con el nuevo entorno y con los objetivos colectivos que acabamos de enumerar. Las propuestas se clasifican según el grado en que alteran la actual supremacía de los capitalistas como titulares de los derechos residuales de decisión y de apropiación de la renta residual (beneficio), desde las que tratan de influir en la conducta a partir de la influencia de la competencia y el mercado hasta las que

---

proponen romper con la gobernanza dominante e implantar sistemas bilaterales (con poder compartido entre capitalistas y trabajadores) o trilaterales (donde los consejeros y directivos dejan de ser agentes de los accionistas y asumen una función de fidecomisos de una sociedad de capitales con propósito). El texto valora las propuestas y destaca las limitaciones de responder a retos globales con actuaciones descentralizadas de las empresas, incluso bajo nuevas formas de gobernanza, por lo que se hace imprescindible la actuación coordinada y contundente del estado.

## **Introducción**

El deterioro del medio ambiente y la acelerada concentración en la distribución de la renta y la riqueza cuestionan la capacidad del capitalismo para proporcionar bienestar a la gran mayoría de las personas de una generación sin hipotecar el bienestar de las generaciones futuras. Por si fuera poco, la tendencia decreciente en la evolución de la productividad en los últimos años apunta a un agotamiento del hasta ahora indiscutido punto fuerte del capitalismo: su capacidad de crear riqueza.<sup>1</sup> Movimientos sociales y pronunciamientos de líderes y partidos de todos los signos políticos reclaman reformas amplias y profundas del sistema, necesarias para revertir la situación y conseguir un progreso económico compatible con objetivos de sostenibilidad e inclusión representados por la Agenda 2030 de las Naciones Unidas. Aunque no se ponga en duda la capacidad del capitalismo para crear riqueza, la realidad del cambio climático, el deterioro general del medio natural y la creciente desigualdad demuestran que el crecimiento económico esconde unos costes externos negativos tan elevados que,

1 Sobre la crisis climática, ver el IPCC (2021) impulsado por Naciones Unidas. Sobre la desigualdad económica, ver el World Inequality Report (2018) elaborado por el equipo de Thomas Piketty. Sobre la evolución de la productividad, ver OECD Productivity Statistics, <https://www.oecd.org/sdd/productivity-stats/>. Para una visión microeconómica de la dinámica empresarial, la competencia en los mercados y el impacto sobre el crecimiento, ver Akcigit y Ates (2021).

---

si se tuvieran en cuenta, el balance final sobre los niveles presentes y futuros de bienestar colectivo sería mucho menos positivo.

El cuestionamiento del sistema económico dominante salpica necesariamente a las empresas y al mundo de los negocios y de las finanzas en general. Primero, porque las empresas son los actores principales empleando personas e invirtiendo capital para producir bienes y servicios que se venden en los mercados, y cuyo consumo final satisface necesidades y genera bienestar. Las empresas innovan en productos y procesos con resultados que permiten satisfacer más necesidades, a más personas y con menos costes a lo largo del tiempo (progreso técnico). Pero, mientras producen para la venta al mercado, las empresas generan externalidades negativas en forma de contaminación medioambiental y un consumo excesivo y no reparador de recursos naturales. Para la producción y venta, las empresas utilizan recursos de trabajo y capital que se retribuyen en forma de salarios y beneficios cuya importancia relativa, junto con el número de personas entre las que se reparten, constituye el primer paso hacia la polarización en la distribución individual de la renta y la riqueza de las personas físicas.

Segundo, el capitalismo, como sistema económico, en esencia consiste en una economía de mercado (propiedad privada, mercados y precios para la asignación de recursos, intercambios voluntarios y descentralizados) dentro de la cual la forma dominante de empresa como persona jurídica es la sociedad de capitales (*corporation* en inglés). Resulta difícil imaginar seguir hablando de capitalismo en una economía de mercado con un sistema de precios y propiedad privada donde la forma dominante de empresa como persona jurídica fuera la cooperativa de trabajadores, por ejemplo. Una situación que, por otra parte, es perfectamente compatible con el ordenamiento jurídico vigente. La sociedad de capitales es el paradigma de la acumulación y concentración de capital productivo en la sociedad capitalista, lo que le confiere una gran capacidad de influencia económica (dominio de determinados mercados), social (influencia y control sobre medios

---

de comunicación) y política (a través del lobby y, en algunos casos, la corrupción). Las sociedades de capitales forman parte de la vida cotidiana de las personas, en lo bueno, cuando anuncian innovaciones que salvan vidas humanas, como en la pandemia de la COVID-19, por ejemplo, y en lo malo, cuando se descubre su participación en operaciones fraudulentas, vertidos contaminantes, conductas tipificadas como corrupción y de abuso de poder en los mercados y en las esferas políticas.<sup>2</sup>

La estrecha relación entre sociedad de capitales y capitalismo permite establecer también una estrecha relación entre capitalismo y beneficio empresarial como indicador de éxito empresarial. El beneficio es la renta residual de los negocios, diferencia entre ingresos y costes, con la que se retribuye al capital que las sociedades de capitales poseen en propiedad, en retorno por su utilización en la producción. Atribuir a las sociedades de capitales el criterio de maximización del beneficio en la toma de decisiones de asignación de recursos es coherente desde la racionalidad individual con el deseo de conseguir el mayor retorno posible al capital invertido en la producción. Por otra parte, la economía del bienestar, en mercados de competencia perfecta, asigna a las empresas el criterio de maximización del beneficio como condición para que, en el equilibrio, la producción se realice al mínimo coste y se maximice la utilidad de los consumidores (eficiencia de Pareto).

2 Este año 2021 se cumple el cincuenta aniversario de la publicación del influyente artículo «The theory of economic regulation», escrito por el profesor de la Universidad de Chicago George Stigler. El artículo argumenta que la regulación de los mercados por los poderes públicos está fuertemente influida y distorsionada por la coerción que ejercen las corporaciones sobre los gobiernos a todos los niveles para reducir la competencia y distorsionar el propio proceso democrático. Con motivo del aniversario, el blog Pro Market publica una serie de colaboraciones para valorar la tesis de Stigler con la perspectiva de lo que ha pasado durante estos años, <https://promarket.org/2021/06/03/george-stigler-challenge-democracy-corruption-regulation/>. El texto de Anat Admati (2021) sobre la evolución de las relaciones entre las corporaciones, con particular atención a los bancos y entidades financieras, y los poderes públicos en los últimos cincuenta años, es altamente recomendable. La autora concluye que las democracias siguen siendo víctimas de lo que Stigler denominó «the pervasive use of state support of special groups». Admati considera necesaria la implicación de expertos sin conflictos de interés en los procesos a través de los cuales las normas se escriben y se hacen cumplir, en el sector privado y en el gobierno, para conseguir que los mercados, las corporaciones y la democracia (¿?) sirvan realmente a la sociedad.

---

Esto significa que, en competencia perfecta, además de respetar la condición de racionalidad individual (maximizando el beneficio se maximiza la renta personal del empresario y con ello las oportunidades de consumo), la maximización del beneficio contribuye a conseguir resultados socialmente deseables desde la eficiencia colectiva.

Sin embargo, hay razones para cuestionar el idilio entre racionalidad individual y eficiencia colectiva alrededor de la maximización del beneficio como criterio de asignación de recursos. Una de ellas tiene que ver con el hecho de que existen muchas situaciones donde el supuesto de mercados completos, es decir, todos los bienes y servicios, presentes o futuros, que se desean consumir tienen un mercado y un precio, no se cumple, por ejemplo, por la presencia de efectos externos en las decisiones individuales que el mercado no es capaz de internalizar. Otra razón tiene que ver con consideraciones de equidad o de justicia social sobre la distribución de la renta que resulta del funcionamiento del sistema de precios, y que la competencia perfecta vincula a su vez con la distribución desigual de las dotaciones de recursos entre los actores económicos y que la competencia no consigue cambiar. Cuando las externalidades y la desigualdad económica entran a formar parte de las preferencias colectivas y, por tanto, del bienestar social, la racionalidad individual de la maximización del beneficio no está alineada con la eficiencia colectiva de maximizar el bienestar.

Llegados a este punto, y teniendo en cuenta de nuevo la estrecha relación entre capitalismo y beneficio a través de la sociedad de capitales dominante en el sistema económico, la maximización del beneficio por parte de las empresas puede estar en el origen del cuestionamiento de la legitimidad del capitalismo, como sistema económico, por sus pobres resultados en externalidades medioambientales y por la desigualdad económica. Así se explicaría que, entre las propuestas de reforma de la empresa como institución del capitalismo, muchas tengan que ver directa o indirectamente con sustituir la maximización del beneficio por otro criterio de decisión en la asignación de

---

recursos empresariales, mejor alineado con los resultados colectivos que se desean alcanzar. Lo que no queda claro en las propuestas de reforma es la compatibilidad entre ese nuevo criterio de decisión y la racionalidad individual, es decir, las preferencias individuales de los capitalistas cuando la reforma deja intacto su *statu quo* actual en cuanto a la titularidad de los derechos residuales de decisión y derecho a la apropiación de la renta residual (beneficio).

### *Antecedentes*

Los debates sobre virtudes y defectos del capitalismo no es algo original de los últimos años. Hasta la caída del Muro de Berlín en 1989, la confrontación se establece entre capitalismo (libre intercambio, eficiencia en la asignación de recursos) y socialismo (autoridad, reparto de la producción de acuerdo con las necesidades de las personas). Después de 1989 el debate se traslada a las variantes dentro del capitalismo, especialmente las comparaciones entre el capitalismo renano-japonés y el capitalismo anglosajón, y con la pregunta latente sobre si las variantes iban a converger o no.<sup>3</sup> Las comparaciones llegaron también a las empresas, pues, aunque la sociedad de capitales persiste como denominador común en todas las variantes del capitalismo, una de las razones por las cuales está justificado hablar de variantes del sistema es precisamente porque las sociedades de capitales adoptan formas distintas en cuanto a financiación, propiedad y gobernanza de las sociedades de capitales en Japón y Alemania, comparadas con las del Reino Unido y Estados Unidos. El interés por comparar variantes obedece a que las empresas alemanas y japonesas consiguen ganar cuota de mercado y crear más y mejor empleo que las empresas de los países anglosajones en los mercados internacionales.

3 Albert (1991); Dore *et al.* (1999); Aoki (2001). Hoy día el capitalismo renano se caracteriza por un equilibrio de poderes entre accionistas y directores, relaciones estrechas entre sindicatos y trabajadores y una regulación estricta de la economía por el estado, en contraste con la primacía más absoluta de los accionistas, retroceso sindical y regulación más laxa en EE. UU. y en el Reino Unido.

---

Entre los estudios que se realizan a finales de los ochenta del siglo pasado para explicar el aparente declive competitivo de la empresa americana se encuentra el que realizaron varios profesores del MIT con el título de «Made in America» (Dertouzos *et al.*, 1989). El estudio señala como principales causas del declive, i) la particular forma de propiedad y gobernanza de las sociedades de capitales en Estados Unidos y el Reino Unido, que favorece el cortoplacismo en la toma de decisiones y lleva a una baja inversión en capital humano y de conocimiento en comparación con los volúmenes de esas inversiones entre las empresas japonesas y alemanas; y ii) la obsolescencia de los métodos de fabricación, de modo que, a finales de los ochenta, la mayoría de las empresas americanas están todavía ancladas en la producción en masa, en contraste con las japonesas y las alemanas (con Toyota y Volkswagen como estandartes), que van por delante con la producción ligera y, en general, con una combinación exitosa de eficiencia y flexibilidad. En relación con esta segunda crítica, las empresas en Estados Unidos respondieron pronto adaptando la producción a los estándares de la calidad total y la producción ligera o ajustada, en los que sus competidores iban por delante. La reacción a la primera de las críticas fue más compleja.

En el Reino Unido los análisis y diagnósticos sobre la pérdida de competitividad de sus empresas, frente a las alemanas y japonesas, se centraron igualmente en la propiedad y la gobernanza de las sociedades de capitales cotizadas y sus posibles deficiencias. Los resultados y las propuestas fueron muy distintos a los del «Made in América», como puede comprobarse a partir de los diagnósticos y las recomendaciones del *Informe Cadbury* sobre buen gobierno corporativo, publicado en 1992. El *Informe* desvela que los altos directivos de las sociedades cotizadas controlan los consejos de administración y, por tanto, gestionan las compañías sin contrapesos y controles internos. Las presiones procedentes de los mercados de productos y servicios y del control corporativo dejaban a los directivos un amplio margen de discrecionalidad y permitieron una gestión alejada de la maximización.



---

zación del valor de mercado de las acciones, es decir, alejada de los intereses de los accionistas. El *Informe Cadbury* propone reforzar el control de los consejos sobre los equipos de dirección y asegurar así un mayor alineamiento entre las decisiones de los directivos sobre los recursos de la sociedad y los intereses de los accionistas. El *Informe* tuvo una gran repercusión en todo el mundo y muchos países crearon comisiones para elaborar su propio informe sobre buen gobierno corporativo. España fue uno de esos países y en 1998 se publicó el *Informe Olivencia* con la firme recomendación de reforzar la capacidad de control del consejo de administración sobre el trabajo de los equipos directivos y reforzar el compromiso con la maximización del valor de mercado de las acciones como criterio único en la toma de decisiones directivas.<sup>4</sup>

En los años noventa del siglo pasado, la popularidad de los sistemas de incentivos de alta intensidad para los altos directivos, la creciente financiarización de las economías desarrolladas y la globalización de la producción y el comercio se consolidaron. Todo ocurre al mismo tiempo que las tecnologías de la información y las comunicaciones ganan peso en la economía, primero con un crecimiento acelerado de los sectores que producen el hardware y el software característico de estas

4 Entre los críticos del capitalismo actual circula la creencia de que en el gran cambio en la gobernanza de las corporaciones, abandonando la responsabilidad social y concentrando todos los esfuerzos en maximizar el beneficio, influyó de forma determinante el pronunciamiento de Milton Friedman en un famoso artículo en el *New York Times* en 1970 sobre la responsabilidad de los directores de las corporaciones ante los accionistas y, por tanto, con la responsabilidad de asignar los recursos de la empresa bajo el criterio de maximizar el beneficio, dentro de las reglas del mercado, las leyes y las costumbres sociales. Sin embargo, los cambios en la gobernanza de las empresas en la dirección de priorizar la maximización del valor de mercado de las acciones, lo que se supone que desean los accionistas realmente, ocurren veinte años más tarde del artículo de Friedman. En ese cambio tuvo una influencia determinante el artículo de Jensen y Murphy (1990), que demuestran empíricamente la escasa sensibilidad de las retribuciones de los directivos de las sociedades cotizadas a las variaciones en el valor de las acciones. El trabajo interpreta los resultados como evidencia de que los directivos estarán poco motivados a gestionar la compañía bajo el criterio de maximizar el valor de mercado de las acciones, lo que podría explicar la baja competitividad mostrada en los mercados de productos. La recomendación fue aumentar el peso de la retribución variable en la retribución de los directivos y, más concretamente, la que vincula la retribución al comportamiento del precio de las acciones (opciones sobre acciones, por ejemplo). Los consejos se aprestaron a seguir la recomendación y así comenzó la escalada en las retribuciones de los altos directivos de las sociedades de capitales que aún continúa treinta años más tarde.

---

tecnologías, y después extendiéndose en su utilización por todos los sectores de actividad. Las Naciones Unidas contemplan que la globalización beneficia mucho a las grandes multinacionales, pero a costa de aprovecharse de las debilidades institucionales y de la corrupción de los gobiernos de países en desarrollo. Su secretario general, Kofi Annan, reacciona y en el Foro de Davos de 1999 denuncia estos hechos y reclama a las empresas poderosas que, allí donde las leyes no protegen a los ciudadanos en sus derechos básicos, actúen de forma socialmente responsable, es decir, se autorregulen respetando esos derechos en sus actuaciones. A partir de este momento la responsabilidad social corporativa (RSC) empieza a tomar cuerpo y a formar parte de la gobernanza empresarial. La crisis de las punto.com, escándalos empresariales con gran impacto mediático en todo el mundo (Enron, Parmalat) a finales de siglo, siembran dudas sobre si las recomendaciones de buen gobierno primando la maximización del valor de mercado de las acciones son realmente beneficiosas para el interés general, lo que crea un caldo de cultivo favorable para la difusión de la RSC en el tejido empresarial.<sup>5</sup>

La RSC consigue llegar hasta los consejos de administración de las empresas, que elaboran memorias anuales con las que rinden cuentas sobre su relación con la sociedad en general, más allá de la rendición de cuentas a sus accionistas. La crisis financiera de 2008, la difusión de nuevos datos sobre la creciente desigualdad económica (Piketty, 2014) y el continuo deterioro medioambiental generan un ambiente social y político propicio para que surjan propuestas de reforma del capitalismo más radicales y con iniciativas legislativas que van mucho más allá de la voluntariedad que preside la RSC. Así ocurre en las últimas campañas electorales en Estados Unidos<sup>6</sup> y por otras vías en

5 Carroll (2021) presenta una historia sobre el desarrollo de las RSC y su influencia en la dirección de empresas y establece conexiones con las nuevas propuestas en la relación de la empresa con la sociedad. Ver también Donaldson y Preston (1995). Embid Irujo (2020) analiza el alcance jurídico de la RSC en el marco del derecho español, mercantil y de sociedades.

6 Concretamente por candidatos del ala izquierda del Partido Demócrata como Bernie Sanders y Elizabeth Warren <https://berniesanders.com/issues/corporate-accountability-and-democracy/>. Entre sus propuestas está que las corporaciones, a partir de un cierto tamaño, transfieran obligatoria-

---

la Unión Europea.<sup>7</sup> Desde el propio mundo empresarial también se reacciona con declaraciones en las que se refuerza el compromiso de las empresas con los objetivos colectivos de la sociedad, aunque con la duda todavía sin despejar de si ello obedece a que los portavoces empresariales lo consideran una obligación moral, o se trata simplemente de una operación defensiva para tratar de neutralizar las iniciativas legislativas con propuestas de reforma mucho más radicales.<sup>8</sup> En este contexto, en el que desde ámbitos muy diversos se reclama la implicación directa de las empresas en la resolución de los grandes problemas que afectan a las personas —desigualdad económica— y al planeta —deterioro medioambiental—, se inscribe lo que hemos denominado economía política de la empresa. Tradicionalmente, en las sociedades desarrolladas existe un acuerdo tácito según el cual las empresas se

---

mente acciones a un fondo controlado por los trabajadores, y que los trabajadores elijan hasta el 45 % de los miembros del consejo de administración.

- 7 En países del centro y del norte de Europa, la legislación ya contempla la presencia obligatoria de representantes de los trabajadores en los órganos de gobierno. En 2018 el legislador de la UE inició un programa de reformas bajo el nombre de Financial Sustainable Growth (Action Plan) <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/haveyour-say/initiatives/12548-Sustainable-corporate-governance>. Este plan contiene diez líneas clave de actuación, la última de las cuales se refiere a la promoción de un gobierno corporativo sostenible y la reducción del cortoplacismo de los mercados de capitales. Dentro de esta línea, la Comisión ha promovido trabajos analíticos y actuaciones consultivas sobre transparencia de los consejos <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/8ba0a8fd-4c83-11ea-b8b7-01aa75ed71a1/language-en>, y sobre la posible necesidad de clarificar las reglas por las cuales se espera que los consejeros actúen en el interés a largo plazo de la compañía <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/e47928a2-d20b-11ea-adf7-01aa75ed71a1/languageen/format-PDF>. Ninguna de estas iniciativas, todavía en marcha, cuestiona aspectos fundamentales del statu quo de las corporaciones en los estados de la Unión.
- 8 La lista, solo ilustrativa, incluye: declaraciones del CEO del fondo de inversión BlackRoc <https://www.blackrock.com/hk/en/insights/larry-fink-ceo-letter>; los directores y consejeros de las grandes corporaciones mundiales (congregados alrededor de la Business Roundtable en EE. UU. y en el Foro de Davos <https://www.governanceprinciples.org/>); instituciones científicas como la British Academy <https://www.thebritishacademy.ac.uk/publications/future-of-the-corporation-principles-for-purposeful-business>, y libros publicados por reconocidos profesores de economía y finanzas (Mayer, 2013, 2019; Edmans, 2020) y de administración de empresas (Adler, 2019; Henderson, 2020). Mención especial merece la publicación de un libro electrónico con las colaboraciones de una larga lista de ponentes sobre el propósito de la empresa con motivo de la celebración del 50 aniversario de la publicación del artículo de Milton Friedman en el *New York Times* sobre ese tema, <https://promarket.org/2020/11/17/ebook-milton-friedman-50-years-later/>. La moderación de las propuestas de reforma entre estas referencias contrasta con la radicalidad de las propuestas de Piketty (2019): obligación legal de incorporar representantes de trabajadores en los consejos de las corporaciones y una progresiva fiscalidad global sobre la riqueza. Para un balance de los efectos de la declaración de la BRT dos años más tarde, ver Bebhuk y Tallarita (2021), Blair (2021) y Edmans (2021).

---

configuran, se gobiernan y se gestionan desde la racionalidad individual y es el estado la institución que, con el apoyo del mercado y la competencia, toma las decisiones correctoras necesarias para que la racionalidad individual termine por alinearse con la colectiva. En nuestra opinión, la economía política de la empresa altera la tradicional división de funciones y responsabilidades entre las tres grandes instituciones del sistema económico dominante —estado, mercado y empresa—, donde la producción y el intercambio se realizan desde la iniciativa y los intereses de los actores privados y donde corresponde al estado corregir los fallos y deficiencias derivados de las conductas descentralizadas, y la sustituye por otra en la cual las tres instituciones deben implicarse por igual en la concesión de los objetivos que marca el conjunto de la sociedad.

### *El texto*

Este texto, escrito con motivo de mi nombramiento como doctor *honoris causa* por la Universidad Autónoma de Barcelona, tiene por objeto aportar una valoración personal sobre la economía política de la empresa, tal como se presenta en el debate actual sobre reforma del capitalismo. Un aspecto diferencial de la exposición es que el análisis desde la política económica parte de una revisión previa de las principales aportaciones a la teoría económica de la empresa. Esta teoría explica la razón de ser, naturaleza, organización interna y fronteras de la empresa desde la racionalidad individual y, por tanto, se trata de un análisis positivo de la empresa tal como se manifiesta en las economías desarrolladas. La economía política, en cambio, adopta una perspectiva normativa y se pregunta por la empresa que mejor contribuye a una sociedad próspera y al mismo tiempo sostenible e inclusiva. Creemos que, combinando la visión positiva con la visión normativa, se dispone de más elementos de juicio para valorar la viabilidad de las propuestas de reforma; para determinar si se trata de propuestas que persiguen objetivos defensivos, es decir, que intentan frenar

---

intervenciones más agresivas por parte de los gobiernos, o si tienen un alcance verdaderamente transformador; si se trata de propuestas que dejan intactos los actuales mecanismos de poder en la empresa, o los cambian sustancialmente.

El trabajo establece desde un principio la diferencia entre *empresa* y *sociedad de capitales*. La descripción de qué es una empresa y por qué existe se toma de la obra de Ronald Coase (1937), en la cual lo que distingue a la empresa es la supresión del mecanismo de los precios y la implantación en su lugar de una relación de autoridad del empresario sobre el trabajador. Esta relación de autoridad unos la interpretan como una manifestación de las relaciones de poder y control del capital sobre el trabajo desde las relaciones de producción más primitivas (explicación marxista de la empresa en el sistema capitalista). Para otros, en cambio (economistas institucionales de corte neoclásico), se trata de una relación que surge de un contrato voluntario entre las partes —empresario y trabajador— de naturaleza distinta —contrato incompleto— al contrato completo que domina en el mercado (la autoridad del empresario para decidir sobre las tareas que hay que realizar y cómo realizarlas dentro de la relación laboral forma parte del propio acuerdo contractual voluntario).

El texto revisa con cierto detenimiento la *relación de empleo*, que es la que más atención recibe en la obra de Coase, y la amplía con una revisión también detallada de la *relación de propiedad*, que aplica a los activos productivos no humanos, en este caso siguiendo las explicaciones de la teoría económica de los derechos de propiedad. La revisión se extiende desde la propiedad del capital no humano del empresario individual hasta la propiedad colectiva de la sociedad de capitales. Por su extensa penetración en el sistema económico dominante, empresa y sociedad de capitales llegan a confundirse, aunque son dos cosas distintas. Por ejemplo, la empresa incluye, al menos, las dos relaciones, la de empleo y la de propiedad; la sociedad de capitales, en cambio, es una forma de propiedad colectiva de activos

---

no humanos «inventada» por el derecho. El ejercicio de los derechos de propiedad en la sociedad de capitales se ha demostrado complicado y ha generado una problemática particular que la economía financiera y el derecho han tratado en profundidad. Esta problemática es distinta a la que plantean las externalidades en las decisiones de asignación de recursos, las cuales pueden producirse en cualquier forma de empresa y persona jurídica.

### **Teoría económica de la empresa**

La pregunta ¿qué es una empresa (*firm*, en inglés)? no tiene una única respuesta entre los economistas. En este apartado se revisan dos formas distintas de describir la empresa en economía: la que se utiliza para estudiar el funcionamiento de los mercados y la que surge de la comparación institucional entre formas de dirigir la asignación de los recursos.<sup>9</sup>

#### *Economía neoclásica*

En la economía neoclásica, la que inspira la mayoría de los textos de microeconomía con los que se forman los estudiantes en nuestras facultades de Economía y Empresa, la empresa se visualiza en términos puramente tecnológicos. Una empresa, generalmente mono-producto, se representa por una función matemática que relaciona la cantidad de output por unidad de tiempo y las cantidades de recursos utilizados en esa producción para un determinado nivel tecnológico (*función de producción*). Con información sobre los precios a los que pueden comprarse los recursos en el mercado, la información sobre la tecnología que incorpora la función de producción se traslada a la función de costes que resulta de minimizar el desembolso monetario

<sup>9</sup> Para una versión más completa de la teoría económica de la empresa, ver Salas Fumás (2007).

---

para producir una cantidad de output, sujeto a que el output pertenece a las posibilidades de producción de determina la tecnología. Combinando la función de costes con la función de ingresos por la venta de la producción en el mercado (función de demanda), se llega al beneficio (diferencia entre ingresos y costes). La producción que la empresa ofertará al mercado en función del precio de venta del producto se calcula a partir de la maximización de la función de beneficio (se supone implícitamente que detrás de la función de beneficio hay una persona, empresario, que recibe el beneficio en forma de renta personal y su objetivo será obtener la máxima renta posible). El modelo predice que la función de oferta de producción para la venta al mercado es precisamente el coste marginal de producción. La oferta total será igual a la suma de las ofertas individuales de las empresas para cada precio de venta. La intersección entre la función de oferta y la función de demanda, que resulta de las decisiones de consumo de individuos y familias, determina el precio de mercado de equilibrio, las producciones de las empresas y los respectivos niveles de beneficios en ese equilibrio.

La representación de la empresa como tecnología-costes de producción, ingresos y beneficio del empresario que decide cuánto producir y con qué cantidades de recursos se ha demostrado de gran utilidad para explicar el papel de la tecnología en general y de las economías de escala (escala de producción que minimiza el coste medio unitario) en particular, como determinante del tamaño de las empresas y su evolución en el tiempo. La lectura del libro de texto pone de manifiesto que la forma de representar la empresa y su comportamiento está subordinada al estudio del funcionamiento de los mercados y la formación de precios, sin pretensiones de realismo en la representación. Esa misma lectura proporciona algunas lecciones sobre las reglas del mercado y la competencia que ningún debate sobre la empresa debe ignorar; por ejemplo, la situación de las empresas en el equilibrio con competencia perfecta, donde el precio de mercado es igual al coste medio mínimo de producción con la tecnología más eficiente. Es decir, el beneficio

---

extraordinario resultado de la producción es igual a cero (los ingresos son los suficientes para cubrir los costes de oportunidad, incluido el salario del empresario). La competencia presiona a las empresas para ser eficientes en la producción, pues de otro modo entrarán en pérdidas y saldrán del mercado. Si las condiciones de competencia se relajan, las empresas podrán funcionar con cierto margen de holgura, aunque en general limitado.

Cuando la competencia en el mercado es suficientemente intensa, la maximización del beneficio es una condición necesaria para la supervivencia de la empresa neoclásica porque impone la disciplina necesaria para minimizar costes y ser eficiente en la producción; además, la empresa deberá mirar la demanda del mercado y ofrecer un bien o servicio por el que los compradores están dispuestos a pagar el precio fijado por el propio mercado. El comportamiento de maximización del beneficio por parte de las empresas, cuando los mercados son suficientemente competitivos, está alineado con el interés social en la medida que asegura que se ofrecen al mercado los bienes y servicios que los consumidores desean consumir (satisfacen sus necesidades), y que la producción se realiza a costes mínimos para una tecnología y unos precios de los recursos dados. Lo que no se consigue con la competencia, perfecta o imperfecta, son objetivos de inclusión social y control de la desigualdad. La competencia tampoco impide que la presencia de externalidades cree una brecha entre racionalidad individual y colectiva.

Las propuestas de reforma de la empresa a las que nos referimos en la introducción, y a las que volveremos más tarde, buscan que las empresas se impliquen en propósitos que trasciendan al beneficio privado. La necesidad de empresas con propósito se justifica porque el comportamiento guiado por el beneficio y el interés particular no consigue los resultados colectivos a los que aspira el conjunto de la sociedad. La razón de que esto ocurra quizás es que no hay suficiente competencia en el mercado, o que la competencia que existe deja fuera de



---

su rango de influencia otros beneficios o costes sociales que no están incorporados a las funciones de oferta y demanda del mercado, como por ejemplo los efectos externos y la distribución de la renta y del bienestar. Que la competencia sea intensa o no es relevante porque, cuando lo es, asumir un propósito que implica incurrir en costes que no van a tener compensación con una mayor disposición a pagar por los compradores, constituye una seria amenaza para la viabilidad de la empresa. En cambio, cuando la competencia es débil se pueden asumir costes adicionales perdiendo competitividad, sin amenazar la supervivencia. Por lo tanto, desde la lógica de la competencia, tal como la explica la economía neoclásica, implicar a la empresa en propósitos más allá de la maximización del beneficio solo será viable si: i) el propósito encaja en la oferta y la demanda del mercado, en cuyo caso estará en el interés de la empresa gestionarlo desde la misma lógica del resto de factores que influyen en el beneficio privado; y ii) la competencia es imperfecta y la empresa obtiene un beneficio suficiente para cubrir los costes de producción, incluido el coste del capital, y destinar los recursos en exceso al coste de oportunidad del capital a atender el propósito social.

En la empresa neoclásica no hay conflictos de interés porque todas las decisiones se concentran en una sola persona, el empresario, que se perfila en el modelo como el único dueño de todo lo que necesita para la producción (como resultado de su compra en el mercado pagando el precio correspondiente). La representación de la empresa a través de la función de producción sugiere que existe una única unidad productiva, pero una misma empresa podría tener múltiples plantas produciendo el mismo producto o productos o servicios distintos. De hecho, la economía neoclásica permite representar la economía con una única empresa y todas las plantas productivas bajo su propiedad, y permite también representar la economía con muchas empresas, cada una con su planta de producción. Por lo tanto, la economía neoclásica no proporciona un criterio que explique qué queda dentro y qué queda fuera de los límites de la empresa. La empresa responde al símil de una

---

«caja negra» con una maquinaria perfecta y plenamente sincronizada que hace innecesaria cualquier intervención del empresario. Las diferencias de comportamiento y resultados de las empresas se explican exclusivamente por diferencias en la estructura y el funcionamiento de los mercados donde realizan su actividad.

Al nivel de sistema económico, la economía neoclásica encaja con una economía de mercado, donde el sistema de precios asegura la coordinación necesaria para la asignación de recursos que requiere la división del trabajo, y donde la propiedad privada actúa de motivación para responder a las señales de los precios aumentando (o disminuyendo) la producción cuando el precio sube (o baja). La competencia, entendida como la posibilidad de elegir compradores y vendedores, disciplina la conducta de las empresas y consigue un primer nivel de alineamiento entre interés particular (maximizar el beneficio, por ejemplo) e interés general (satisfacer las necesidades del mayor número posible de personas). La regulación por parte del estado completa la alineación cuando la competencia no es suficiente. En la economía neoclásica no se prevé que, directa y voluntariamente, consumidores y empresas asuman propósitos sociales. Estos quedan bajo la responsabilidad del estado. La economía neoclásica de mercado se ha comparado tradicionalmente con la economía de estado, donde la coordinación se realiza a través de la planificación central y la motivación de los agentes individuales se consigue por la fuerza coercitiva del estado. La economía social de mercado, en la que se contempla un mayor activismo del estado en la consecución de objetivos de bienestar general, aparece expresamente en las constituciones de países como Alemania y España.

### *Economía institucional*

A Ronald Coase (1937) se le atribuye la primera teoría económica de la empresa que combina a la vez realismo —tiene su reflejo en el

---

mundo real— y relevancia —explica comportamientos que permiten una mejor comprensión del funcionamiento del conjunto de la economía. Coase advierte que, en economías que habitualmente se describen como economías de mercado, una parte importante de la actividad económica no se dirige a través del sistema de precios, sino por mecanismos de planificación y control, que son más propios de la economía de estado. La diferencia es que, en la economía de mercado, la planificación, la coordinación y el control se limitan al ámbito interno de organismos que llamamos empresas, mientras que el mecanismo de los precios sigue funcionando en las relaciones entre empresas y entre estas y el consumidor final.<sup>10</sup> El texto pionero de Coase, titulado *The Nature of the Firm* (La naturaleza de la empresa), es prolijo en la enumeración de rasgos distintivos de la empresa como institución, pero no proporciona una definición formal de la misma. Esta definición debe entresacarse de distintas partes del texto, concretamente:

Una empresa consiste en un sistema de relaciones que surge cuando la dirección de los recursos depende de un empresario (p. 391).

Antes, en la nota 10, aclara qué entiende por empresario:

En el resto del artículo utilizaré el término empresario para referirme a la persona o personas que en un sistema competitivo ocupa el lugar del mecanismo de los precios en la dirección de recursos.

El sistema competitivo remite a una economía de mercado, es decir con propiedad privada e intercambio voluntario. Sin embargo, en la economía de mercado la dirección de los recursos se realiza a través de dos mecanismos distintos: el sistema de precios y el «empresario»

10 Autores a los que Coase da crédito por haber influido en su pensamiento económico: Marshall (la organización como cuarto factor de producción además de la tierra, el trabajo y el capital); Dobb (el empresario se ocupa de la división del trabajo dentro de la empresa y planea y organiza la actividad); Clark (el empresario como coordinador); Knight (el gerente como coordinador); Robertson (empresa como islas de poder consciente en el océano de cooperación inconsciente que sugiere el mercado).

---

rio», algo que no tiene en cuenta la economía neoclásica, donde la única forma de coordinación de las decisiones descentralizadas de los agentes que se contempla es la que se realiza a través del sistema de precios. Coase argumenta que la economía neoclásica asume implícitamente que el sistema de precios realiza la función de dirección y coordinación sin coste alguno (mano invisible), cuando en realidad no es así y para que el sistema de precios funcione hay que consumir recursos que tienen un valor de oportunidad. Si el sistema de precios no es gratuito, la presión competitiva lleva a los actores económicos a buscar alternativas que hagan la función coordinadora a un coste menor.

Los costes del sistema de precios se derivan de la necesidad de emplear recursos valiosos en descubrir los precios relevantes, cerrar los acuerdos voluntarios y asegurar su cumplimiento; todos juntos determinan los *costes de marketing*, en terminología de Coase. Por otra parte, la coordinación a través de la empresa/empresario tendrá también sus propios costes de instrumentación, el más obvio de los cuales es la retribución al empresario en compensación por la función que realiza. Además, la capacidad del empresario para dirigir estará limitada por el tiempo de trabajo y por su habilidad directiva, lo que significa rendimientos decrecientes de escala al aumentar las actividades y recursos que hay que dirigir. Para crecer habrá que delegar en otros la función de dirigir y coordinar, lo que deriva en una costosa estructura organizativa interna. Todo ello da lugar a *costes de gestión*, que explican por qué una sola empresa/empresario no sustituye a todo el mercado en la dirección de los recursos. La competencia entre sistema de precios y empresa/empresario por dirigir recursos llevará a que, al final, las necesidades de dirección del conjunto de la economía se repartan entre ellos hasta conseguir el menor coste total, suma de costes de *marketing* y costes de gestión.

El texto sobre la naturaleza de la empresa proporciona algunas pistas sobre cómo la sustitución del sistema de precios por el empresario

---

ahorra en costes en los que se incurre para que el sistema económico en su conjunto funcione. Supóngase una acción colectiva en la que participan  $N$  especialistas. La coordinación en el mercado a través del sistema de precios dará como resultado  $N(N - 1)/2$  relaciones, la de cada especialista con todos los demás. Sin embargo, si cada especialista se relaciona por separado con el empresario coordinador para conseguir el mismo objetivo, bastará con  $N$  relaciones y  $N + 1$  personas en total. Si el coste de establecer una relación fuera cero o insignificante, el número de relaciones sería irrelevante, pero cuando los costes existen la especialización importa para la eficiencia final. En el equilibrio final las relaciones se repartirán entre las que se centralizan en un número determinado de empresas/empresarios y las que tienen lugar entre empresas, teniendo en cuenta los costes relativos de *marketing* y gestión (costes de *marketing* más altos tenderán a reducir el número de empresas y a aumentar el tamaño de las existentes, mientras que con costes de gestión más altos tenderá a ocurrir lo contrario.<sup>11</sup>

Pero, ¿cuáles son las «relaciones» que surgen cuando el empresario sustituye al sistema de precios en la dirección de los recursos, y qué les diferencia de las relaciones propias del sistema de precios? Coase responde esta pregunta indirectamente cuando explica las singulares características de la relación entre empresario y trabajador, en la cual, a cambio de una cierta remuneración, el trabajador acepta obedecer las órdenes y direcciones que reciba del empresario: «Cuando un trabajador se mueve desde el departamento X al departamento Y no lo hace porque se haya producido un cambio en los precios; lo hace porque recibe una orden del empresario para que lo haga luego [...] la característica distintiva de la empresa es la supresión del sistema de precios» (387, 389). Por tanto, del texto de Coase se infiere que la relación que caracteriza a la empresa y la diferencia del sistema de

11 Sobre los costes del crecimiento de la empresa y las respuestas organizativas para mantenerlos bajo control, ver los trabajos pioneros de Penrose (1959) y Chandler (1962, 1977).

---

precios es la relación de autoridad e influencia del empresario sobre el comportamiento de los trabajadores (Coase menciona el paralelismo entre la relación característica de empresa que subyace en su teoría, con la relación legal entre «patrón-sirviente» y «empleador-empleado», tal como se produce en el mundo real, lo que, en su opinión, dota de realismo a su teoría de la empresa.)

Algunos ven en la autoridad del empresario sobre el trabajador una relación de poder o dominio no muy diferente a la que ejerce el estado en una economía planificada (Bowles y Carlin, 2019). Para otros, incluido el propio Coase, la relación de autoridad es consustancial con la naturaleza de un contrato voluntario en el que explícitamente se contempla que será el empresario quien dará las órdenes oportunas al trabajador sobre el trabajo que debe realizar, controlará que las órdenes se cumplan e intervendrá si lo estima necesario. La autoridad desaparece de la relación cuando el trabajador tiene libertad para organizar o realizar el trabajo; en ese caso, deja de ser un empleado y se convierte en agente o contratista (autónomo). La que Coase denomina «relación de empresa» es aquella por la cual la dirección de los recursos se hace dependiente del comprador de los mismos. En la «relación de mercado», esa dependencia no existe porque el contrato no la incluye, o es el vendedor quien posee la capacidad para decidir.

### *Después de Coase*

El artículo de Coase sobre la naturaleza de la empresa pasó relativamente desapercibido entre los economistas y permaneció fuera de la corriente principal de la economía durante más de treinta años (tiempo durante el cual la economía ortodoxa se concentró en perfeccionar el conocimiento sobre el funcionamiento del mercado y la formación de precios). Entre tanto, Coase (1960) publicó otro trabajo con un gran impacto inmediato en la economía y el derecho, *The Problem of Social Cost* (El problema del coste social). El trabajo pone el foco de atención en las acciones colectivas en respuesta a los fallos del mer-

---

cado en la dirección de recursos, principalmente por la presencia de externalidades. Entre los economistas neoclásicos, la alternativa a los fallos del mercado es algún tipo de intervención del estado; sin embargo, en la realidad, muchas externalidades, especialmente las de alcance más localizado, terminan internalizadas a través de la contratación privada. De hecho, Coase defiende que, en ausencia de costes de transacción, costes necesarios para recoger información, redactar y hacer cumplir los contratos, la contratación privada y la intervención del estado consiguen resultados socialmente eficientes. Coase introduce por primera vez en su obra el concepto de coste de transacción, que incluye los costes de *marketing* y los de gestión, y coloca la empresa al nivel de las instituciones que, desde la iniciativa privada, se crean con el propósito de ahorrar los costes de transacción en que incurre la solución de mercado o la intervención del estado en la corrección de los fallos del mercado. La comparación institucional se extiende ahora a las tres instituciones: estado, mercado y empresa, y lo que importa es la comparación de los costes de transacción de utilizar una u otra en la dirección de los recursos.

Aunque el artículo de 1960 refuerza la fundamentación teórica de la teoría de la empresa adelantada en 1937, hubo que esperar quince años más hasta que Arrow (1969, 1974) y Williamson (1975), apoyándose en la obra de Coase y en la de otros autores, sentaron las bases de la teoría económica de la empresa que se ha construido hasta hoy.

Arrow (1969) reconoce que el mercado —sistema de precios— no es la única forma de dirigir la asignación de recursos en economías con división del trabajo, y agrupa a todos los mecanismos formales o informales de asignación de recursos en el grupo de los no-mercado, entre ellos la intervención del estado en la prestación de servicios. Además, eleva los «costes de transacción» a la categoría de costes por el valor de los recursos que inevitablemente hay que dedicar a conseguir que el sistema económico funcione, incluido el mercado (reconoce los límites de la mano invisible para la coordinación

---

inconsciente de las decisiones de asignación de recursos). En el libro *The Limits of Organization* (Los límites de la organización), Arrow (1974) sustituye la categoría de *no-mercado* por la denominación de *organización*, que define como: «medios para conseguir los beneficios de la acción colectiva cuando falla el sistema de precios» y aclara: «las organizaciones (comparten) la necesidad de acción colectiva y la asignación de recursos por métodos de no-mercado» (página 26). Los beneficios de la acción colectiva son los que potencialmente ofrecen la especialización y la división del trabajo: se gana en eficiencia al permitir el mejor aprovechamiento de las capacidades y habilidades individuales en el trabajo, pero surgen necesidades de coordinación y de motivación entre especialistas que es necesario resolver, y esa es la función que cumplen el mercado y la organización. Arrow incluye a la autoridad entre los mecanismos de organización, pero también las normas, la responsabilidad, la confianza y los valores.<sup>12</sup> La argumentación de Arrow es similar a la que utiliza Coase: el mercado por sí solo no es suficiente para dirigir la asignación descentralizada de recursos entre especialistas; a lo largo de la historia de la humanidad las personas han desarrollado formas de no-mercado, es decir, soluciones en las que no intervienen precios de mercado, para complementar el sistema de precios. Coase (1937) explica la empresa como institución surgida de ese proceso de aprendizaje evolutivo; Arrow utiliza el término organización para incluir a la empresa, junto a otros mecanismos formales e informales.<sup>13</sup>

12 Autores a los que Coase da crédito por haber influido en su pensamiento económico: Marshall (la organización como cuarto factor de producción además de la tierra, el trabajo y el capital); Dobb (el empresario se ocupa de la división del trabajo dentro de la empresa y planea y organiza la actividad); Clark (el empresario como coordinador); Knight (el gerente como coordinador); Robertson (empresa como islas de poder consciente en el océano de cooperación inconsciente que sugiere el mercado).

13 Resulta informativo preguntarse por la importancia relativa de mercado y organización en las economías desarrolladas. H. Simon (1991; 27–28) se imagina a un visitante de Marte que se acerca a la Tierra con un telescopio que le permite observar estructuras sociales. En la visión telescópica, las empresas aparecen como áreas sólidas cubiertas de verde, mientras que las transacciones en los mercados aparecen como líneas rojas, de manera que la estructura económica aparece como una tela de araña de áreas verdes y líneas rojas que conectan unas áreas verdes con otras. El tamaño de las áreas verdes y el número de líneas rojas son proporcionales a las transacciones que tienen



---

Williamson (1975) titula su libro *Markets and Hierarchies* (Mercados y jerarquías), aunque queda claro en la lectura que jerarquía podría haberse sustituido por empresa u organización. Para Williamson, *jerarquía* es sinónimo de autoridad (utiliza la palabra *fiat*, que el *Cambridge Dictionary* define como «the giving of orders by someone who has complete authority»). Comparte con Coase la visión de la empresa como una institución que facilita la colaboración voluntaria, y que se aplica con criterios de eficiencia, es decir, ahorra en costes de transacción en comparación con el mercado (sistema de precios). La gran aportación de Williamson es dotar de carácter predictivo la explicación de la existencia de empresas, que Coase adelantó solo de manera intuitiva. Con este fin, identifica los atributos de las transacciones (definidas como transferencias entre unidades tecnológicamente separables) que, por su impacto previsible en los costes de utilizar un mecanismo de dirección u otro, permiten anticipar si es más probable que tengan lugar bajo la dirección del empresario o bajo el sistema de precios. Estas características se refieren a las condiciones de información en que se encuentran los partícipes de la transacción, a la naturaleza de los activos en los que es necesario invertir para que la transacción se produzca, y a la frecuencia con la que tiene lugar.

Las transacciones se distribuyen a lo largo de un continuo, desde las más *simples* (información completa y simétrica, activos de uso general y baja frecuencia) hasta las más *complejas* (información incompleta y asimétrica, activos de uso general y elevada frecuencia). El sistema de precios se adapta bien a las transacciones simples (los

---

lugar dentro de las empresas y entre empresas. El marciano envía a su base de partida el siguiente mensaje a tenor de lo que observa a través del telescopio: «Grandes áreas verdes conectadas por líneas rojas». Al llegar a la Tierra, el visitante comprueba que a las áreas verdes se les llama organizaciones, mientras que las líneas rojas corresponden a transacciones en el mercado; para su sorpresa, los terrícolas hablan de economía de mercado, cuando en realidad lo que ha visto es una economía de organizaciones.

Según la EPA, en España, el 80 % de los ocupados en el sector privado trabajan como empleados bajo la dirección de empresarios y gerentes, que representan el 8 % del total de ocupados; el resto, el 12 %, son trabajadores autónomos sin asalariados. Los empleados públicos, también jerarquizados, representan aproximadamente el 15 % del total de ocupados.

---

costes bajos de acordar los términos del intercambio, es fácil sustituir entre compradores y entre vendedores y, cuando se necesita, se aprovecha la infraestructura pública del mercado). Por el contrario, el empresario/empresa tiene ventajas cuando las transacciones son complejas (la autoridad permite responder de forma adaptativa a la falta de información inicial y facilita la recogida de información adicional, protege el valor de los activos específicos al tener control sobre ellos, y la alta frecuencia justifica una infraestructura propia para gestionar la relación); ver también Klein *et al.* (1978), Williamson (1979, 1985).

A partir de Williamson, la teoría económica de la empresa estrecha su relación con el derecho porque el término «relación» que utiliza Coase al describir qué es una empresa ahora se sustituye por el de «contrato». El contrato es un acuerdo voluntario sobre los términos, condiciones y contrapartidas de un intercambio o una colaboración. La empresa y el mercado difieren en el tipo de relaciones/contratos que dominan en un mecanismo de gobierno de las transacciones u otro. Entre los contratos se establecen las clasificaciones de contratos completos e incompletos, por un lado, y contratos explícitos e implícitos, por otro. En los contratos *completos* todo lo que puede ocurrir durante la vigencia del mismo está incluido y recogido en el contrato; la información asimétrica entre las partes en el momento de contratar puede actuar a modo de restricción, pero no existe ninguna contingencia futura que quede por anticipar. Los *incompletos*, en cambio, contienen ambigüedades e imprecisiones, de manera que quienes participan en la relación saben que durante la vigencia del contrato se producirán contingencias que no están previstas en el mismo.

Para responder a esas contingencias y «completar» las lagunas del contrato, este se dota de un mecanismo de gobernanza entre las siguientes tres alternativas: la gobernanza *jerárquica*, cuando el derecho a decidir sobre lo no contratado de antemano recae en una de las partes de la relación; la *bilateral*, cuando la decisión a tomar requiere consenso entre las partes; la *trilateral*, cuando el poder de decisión

---

sobre lo no precontratado se transfiere a un agente externo ajeno a la relación. El contrato *explícito* es un contrato formal, escrito, con información sobre los términos y las condiciones que personas ajenas a la relación, como los jueces en caso de denuncia por incumplimiento, están en condiciones de verificar. El contrato *implícito*, en cambio, es informal, verbal y con información inobservable por una o por las dos partes y no verificable por terceros; su poder vinculante se sustenta en la relación de confianza entre las partes implicadas.

Trasladada la tipología de contratos al terreno de la dirección de recursos y la distinción entre empresa y mercado, la relación de autoridad característica de la empresa se explica a partir del carácter incompleto del contrato que regula la relación. Además, el contrato incompleto se dota de una gobernanza jerárquica por la cual una de las partes del contrato, el empresario en ese caso, será la que decida, llegado el momento de completar el contrato, al manifestarse alguna contingencia no prevista en el mismo. En cambio, en el mercado, los contratos son completos porque no se tienen en cuenta las intervenciones unilaterales durante la vigencia del mismo: o el acuerdo está cerrado en todos sus términos con un *quid* y un *quo*, o está redactado como un contrato contingente, de manera que para cada posible contingencia futura el contrato establece de antemano los términos de la transacción; la ejecución del contrato se limita a adaptarse a las contingencias tal como se van conociendo. Desde esta perspectiva, la empresa es un espacio de colaboración e intercambio donde predominan los contratos incompletos, mientras que el mercado corresponde a esos mismos espacios, pero ahora los contratos que predominan son los contratos completos.

La relación de empleo, como expresión de un contrato incompleto entre los trabajadores y el empresario que otorga al empresario el derecho (autoridad) para decidir cómo se completa el contrato durante la relación, ya aparece como tal en la obra de Coase, y también en la de otros autores más o menos relacionados con él. Pero existe otra rela-

---

ción, la relación de propiedad sobre los activos no humanos utilizados en la producción, que también forma parte esencial de la teoría económica de la empresa. Los dos apartados siguientes están dedicados, respectivamente, a la relación de empleo y a la relación de propiedad.

### **La relación de empleo**

El primer estudio formalizado de la relación/contrato entre empresario y trabajador como relación de empleo se atribuye a Herbert Simon (1951). Aunque no cita a Coase, la distinción de Simon entre relación de compraventa y relación de empleo es muy similar a la que aparece en *La naturaleza de la empresa*. En la compraventa, comprador y vendedor intercambian promesas (pagar un precio el primero, entregar un producto el segundo), de modo que, después del acuerdo, ninguna de las partes pueda influir unilateralmente en la conducta de la otra. Una vez realizada la venta, el vendedor se desentiende del uso del bien o servicio que realiza el comprador. En la relación de empleo, a cambio de una contraprestación el trabajador acepta que, mientras se prolongue la relación, será el empleador/empresario quien elija las tareas concretas que debe realizar dentro de una determinada área de aceptación. Por tanto, el trabajador acepta que sea el empresario quien condicione su comportamiento y, por este hecho, se dice que el trabajador acepta la autoridad del empresario. En la relación de empleo el trabajador querrá saber qué pasará después del acuerdo con el empleador, porque está aceptando la autoridad de este para darle órdenes sobre las tareas que debe realizar.

La relación de empleo equivaldría a una compraventa, es decir, sin autoridad, en dos casos particulares: si antes del inicio de la relación empleador y empleado acuerdan que el trabajador hará una tarea determinada a cambio de una contraprestación, o si, en lugar de un acuerdo, el contrato considera varios, cada uno condicionado a que ocurra una u otra contingencia. La ejecución del contrato se limita a

---

observar la contingencia y aplicar el correspondiente acuerdo pactado de antemano para esa situación; la posibilidad de influencia posterior al cierre del contrato queda igualmente excluida.

La relación de empleo propiamente dicha, la que considera la autoridad del empresario, ocurre cuando, en el momento en que se inicia la relación, el empleado acepta una contraprestación a cambio de su disponibilidad para que, en función de las contingencias que se vayan revelando en el futuro, sea el empleador quien decida las tareas que debe realizar dentro de unos límites pactados. La ventaja de este contrato incompleto es que hace innecesario enumerar *ex ante* todas las posibles contingencias futuras al inicio de la relación y, por el contrario, permite adaptarse con rapidez a las contingencias cuando ocurren. El empleador, por su función de dirigir el trabajo, observará lo que ocurre en el entorno de cada puesto y se adaptará de manera flexible y rápida a lo que requieran las circunstancias cambiantes. El ajuste flexible y adaptativo bajo la dirección de la parte más informada, el empleador, puede ser ventajoso para ambas partes, aunque el empleador tenga que compensar al empleado con un salario más alto por la incertidumbre inicial sobre las tareas que debe realizar. Simon analiza las condiciones para la confianza mutua en la relación (el empleado puede desconocer las contingencias reales del entorno y, por tanto, tener dificultades para saber si el empleador se aprovecha de sus ventajas de información), e introduce a los sindicatos y la negociación colectiva, no individualizada, de los acuerdos. En la negociación será un aspecto clave acordar cuán incompleto será el contrato, pues es lo mismo que determinar si la autoridad del empresario termina siendo mayor o menor.

### *Complementariedad en la tecnología de producción y problemas de medida*

La complementariedad entre las aportaciones de diferentes especialistas a la producción conjunta aumenta la productividad de cada uno y

---

justifica la participación de todos en la producción final. La producción conjunta es mayor que la suma de las producciones si cada especialista utiliza la tecnología de producción para producir por separado, lo cual es condición necesaria, aunque no suficiente, para que la tecnología se explote conjuntamente. La contrapartida es que la complementariedad que incentiva a colaborar porque permite producir más es la misma que hace imposible saber qué parte de la producción total es atribuible a cada uno de los que han contribuido a ella con sus recursos. Alchian y Demsetz (1972) estudian la organización de la producción en condiciones de *tecnología de equipo* —el nombre que utilizan para describir la complementariedad—, en un trabajo de gran influencia en la teoría económica de la empresa y en concreto en la explicación de la que denominan «empresa capitalista clásica». <sup>14</sup> El tema organizativo resulta relevante porque las complementariedades implican que la productividad individual depende de las contribuciones de recursos por parte de otros participantes en la producción.

Una forma relativamente sencilla de organizar la producción alrededor de la tecnología de equipo consistiría en acordar un reparto de la producción final entre quienes contribuyen con sus recursos a esa producción, y dejar que a partir de ella cada propietario decida cuántos recursos bajo su control desea aportar. Esta forma de organización, que respondería al nombre de autogestión con output compartido, minimiza las necesidades de información para llegar a una decisión colectiva y, al mismo tiempo, puesto que las proporciones acordadas para el reparto de la producción suman uno, se asegura de que lo que se reparte es igual siempre a la producción final. Sin embargo, la solución organizativa de autogestión con output compartido plantea un problema de riesgo moral que lleva a ineficiencias en las decisiones sobre los recursos que se aportan a la producción y también

14 La tecnología de producción en equipo ha sido un elemento importante en la construcción de teorías de la empresa alternativas al modelo de empresa capitalista clásica; ver Blair y Stout (1999) y su influencia en los estudios sobre gobierno corporativo y dirección estratégica.

---

pérdidas en la riqueza potencial. Alchian y Demsetz (1972) explican intuitivamente el origen y la naturaleza de estas ineficiencias en forma de conductas de polizón; Holmstrom (1982) demuestra formalmente la ineficiencia del diseño y la imposibilidad de encontrar soluciones que eviten la pérdida de eficiencia colectiva bajo los supuestos del modelo (restricción presupuestaria por la cual la suma de lo que recibe cada participante en función del output colectivo es igual al output total).

Aunque hay otras soluciones que pueden aliviar el problema de riesgo moral (por ejemplo, la supervisión mutua que trata de evitar los escapeos en grupos pequeños), para Alchian y Demsetz la más representativa de todas es la organización que surge de la que denominan empresa capitalista clásica, con los siguientes rasgos: i) producción con varios inputs o recursos productivos cuya propiedad se reparte entre varias personas distintas (todos los recursos no pertenecen a un único propietario); ii) una tercera persona, empresario, que contrata por separado con cada especialista los términos de la contribución a la tarea colectiva, incluyendo el derecho a supervisar la cantidad y calidad de los inputs realmente aportados por cada uno; iii) a cambio, el empresario recibe la renta residual que resulta de descontar del output colectivo las cantidades que se compromete a pagar a cada especialista a cambio de su contribución; y iv) el empresario posee el derecho a vender libremente la posición central en los contratos y su derecho a la renta residual.

El empresario se queda con todo el output del grupo y pacta separadamente con cada propietario de recursos las contrapartidas por su aportación; el contrato permite al empresario supervisar la cantidad y calidad de cada aportación. La relación bilateral con el empresario y el hecho de que el contrato se establece en términos de cantidad y calidad de recurso y no en función del output del grupo elimina cualquier externalidad de la conducta de los demás en la contrapartida de cada uno. La retribución del empresario en forma de renta residual —valor del output menos compensación a los propietarios de recursos— le lleva a decisiones sobre cuántos recursos contratar y cómo asignarlos

---

acordes con la maximización de beneficios, lo que asegura la eficiencia en cuanto a riqueza creada sin contar con los costes de gestión. La «privatización» del output del grupo y la especialización del empresario en medir la cantidad y la calidad de los recursos empleados en la producción cada uno por separado permiten superar las ineficiencias por conductas de polizón que afectan a la autogestión. La empresa que emerge del análisis que realizan Alchian y Demsetz ilumina el interior de la caja negra de la empresa neoclásica explicando la función supervisora del empresario, además de la función coordinadora que se desprende de la obra de Coase. Sin embargo, con lo dicho hasta aquí no hay un rol para el capital que justifique el calificativo de empresa capitalista a la que se refieren estos autores.

El diseño organizativo que proponen Alchian y Demsetz opera en un entorno de certeza, tanto en la medición de las aportaciones de recursos y los costes de oportunidad de las mismas, como en la relación entre aportaciones y output final. En la realidad no acostumbra a ser así y la producción en equipo, los contratos y la supervisión se dan en condiciones de incertidumbre y riesgo. Este riesgo puede tener su origen en errores aleatoriamente distribuidos en la medición de las cantidades de recursos sobre las que se establece la retribución del respectivo propietario. La relación transcurre desde el reconocimiento, por parte del empleador, de que la decisión sobre la cantidad de recursos que hay que aportar la toma el empleado sin que aquel pueda intervenir por no estar suficientemente informado; además, hay que tener en cuenta cómo se reparte el riesgo que afecta a la contrapartida por estar vinculada al comportamiento de una variable que informa de la aportación de recursos con ruido incorporado. El resultado final es una relación que la literatura académica ha descrito y estudiado como *relación de agencia*, diferenciada de la relación de empleo (Holmstrom, 1978).<sup>15</sup>

15 La relación de agencia se presenta a veces, erróneamente, como una teoría explicativa de la empresa porque el contrato de agencia que resuelve el problema del principal es un contrato completo.



---

La incertidumbre se manifiesta en el output de la producción conjunta cuando, además de las cantidades de recursos utilizadas en la producción, el output depende de realizaciones aleatorias de la «naturaleza». La autogestión y la empresa capitalista clásica se ven afectadas de forma diferente por estos riesgos. En la autogestión, el riesgo por la incertidumbre sobre la producción final se reparte entre los propietarios de recursos. En la empresa capitalista, el riesgo recae íntegramente en el empresario (recuérdese que el output es propiedad del empresario). Los propietarios de recursos quedan aislados, en principio, de la incertidumbre sobre el output porque las contrapartidas con el empresario se establecen en función de las cantidades de recursos acordadas en el contrato. La retribución del empresario es la diferencia entre el valor de la producción y lo que se ha comprometido a pagar por los recursos, el beneficio; como el valor de la producción es incierto, el beneficio o renta del empresario será incierto, lo que implica que el empresario asume riesgos por realizar la función supervisora.

A esta situación, en la que el empresario capitalista de Alchian y Demsetz asume el riesgo de la actividad productiva al recibir una retribución por su trabajo en forma de beneficio o renta residual, se llega no porque el empresario esté predisposto a asumir más riesgos que el promedio de la población, como sugiere Knight (1921), sino porque la retribución a través del beneficio es la forma efectiva de motivar una gestión eficiente de la producción con tecnología de equipo. La incertidumbre sobre los ingresos por la venta del output obliga al empresario a asumir riesgos en el ejercicio de su función de supervisar la producción conjunta. Indirectamente, la asunción de riesgos puede afectar también al resto de propietarios de recursos si el único ingreso de que dispone el empresario para atender los pagos comprometidos con los propietarios de recursos que participan en la producción pro-

---

En general, las situaciones de riesgo moral en las que hay que encontrar un equilibrio eficiente de segundo rango entre repartir riesgos entre principal y agente, por un lado, e incentivar el esfuerzo del agente, por otro, ocurren tanto en los mercados como dentro de las organizaciones.

---

cede de la venta de la producción al mercado con un valor *ex ante* incierto. Aunque, en promedio, los ingresos esperados sean superiores a los costes de los recursos empleados en la producción, ello no excluye una probabilidad positiva *ex ante* de que los ingresos no sean suficientes para atender los pagos comprometidos con los propietarios de recursos por sus aportaciones a la producción.

### **Relación de propiedad**

Además de trabajo, la producción de bienes y servicios utiliza otros inputs que se incluyen, todos juntos, en la categoría de activos no humanos o bienes de capital. En la terminología empresarial se distingue entre activos fijos, con una vida útil productiva superior a un año (máquinas, equipos, instalaciones, terrenos...), y activos circulantes, con una vida productiva inferior a un año (materias primas, productos semielaborados, en curso...). En este apartado se analiza la relación del empresario con los activos no humanos utilizados en la producción junto con el recurso trabajo.

En lo que se refiere a los activos circulantes, el empresario puede optar a priori entre contratar externamente la producción con otro empresario y establecer con él o ella una relación de mercado (sistema de precios) o producir los inputs intermedios internamente. Con los activos fijos, cuya vida útil es más larga, existen las opciones de alquilar, comprar o fabricar. El contrato de alquiler otorga al empresario derechos de uso sobre el activo durante un tiempo y condiciones determinadas a cambio de una contraprestación monetaria. Con la compra o la fabricación propia del bien de capital, el empresario adquiere la propiedad. Poseer la propiedad sobre un activo significa que la persona propietaria ostenta el derecho a decidir sobre el uso del activo en todo aquello que no está previamente contratado; se trata, por tanto, de un derecho residual de decisión. La propiedad del activo implica también poseer el derecho a decidir sobre quién tiene acceso al mismo

---

y en qué condiciones. Alquilar el activo o poseerlo en propiedad sería irrelevante en un mundo de contratos completos donde se enumeran todas las posibles condiciones de uso del activo y las respectivas contrapartidas para cada una de ellas. Cuando los costes de contratar obligan a que los contratos sean incompletos, poseer en propiedad o no el activo que se utiliza en la producción es relevante porque con ello se aseguran los incentivos adecuados para las decisiones de inversión y uso eficiente del activo.

El valor económico de un activo de vida útil relativamente larga en un momento determinado del tiempo dependerá de cuál ha sido su uso hasta ese momento. Llegado el final del contrato de alquiler, el empresario que ha usado el activo es indiferente al valor del mismo porque el activo se devuelve a su propietario inicial. En cambio, si el empresario posee el activo en propiedad, el valor del activo al final del contrato será muy relevante. Un contrato completo podría resolver las diferencias de intereses, pero, si no es viable, la propiedad del activo por parte de quien lo usa, el empresario, tiene una ventaja desde la eficiencia porque, por su propio interés, el empresario propietario decidirá sobre su uso de manera que el valor conjunto de uso y residual del activo sea máximo en cada momento.

Por otra parte, en el contexto de producción en equipo, cuando el empresario contrata por separado con cada propietario de recurso —trabajador— las condiciones de la colaboración, poseer la propiedad del capital le permite al empresario utilizar el valor de ese capital como colateral de los contratos que suscribe en condiciones de incertidumbre y riesgo. El valor de los activos en propiedad es una fuente adicional de rentas con la que el empresario cuenta para completar los ingresos por las ventas; con estas garantías adicionales será más fácil para el empresario convencer al resto de propietarios de recursos para que acepten su función de director en la asignación de los mismos. A partir de estas consideraciones se entiende mejor que Alchain y Demsetz se refieran a la «empresa capitalista», aunque lo propio sería

---

hablar de «empresario capitalista», es decir, el empresario supervisor reúne también la condición de propietario del capital que se utiliza en la producción. También se entiende que, para que los activos de capital propiedad del empresario sirvan de colateral y garantía de los compromisos contraídos con terceros, la retribución al capital forma parte de la renta residual del empresario, que incluye también la retribución residual por el trabajo que realiza. Desde la racionalidad que se presume a los comportamientos, el empresario propietario del capital tomará las decisiones que correspondan desde la dirección de recursos maximizando el valor económico conjunto de su capital humano y de su capital no humano, los dos bajo su propiedad y control.

La explicación del empresario-capitalista es un paso relevante en la explicación de la empresa tal como la conocemos, pero hay dos cuestiones adicionales que la teoría de la empresa necesita explicar: la distribución de la propiedad de los activos entre distintos empresarios (proveedores y clientes) y la sustitución de la persona física del empresario por la persona jurídica de la sociedad de capitales como propietaria de los activos no humanos en la empresa.

### *Propiedad de los activos no humanos y fronteras de la empresa*

La división del trabajo necesita la colaboración entre especialistas para llegar a productos y servicios adecuados para satisfacer las necesidades de las personas. La tecnología de producción condicionará las posibilidades de producir bienes o servicios intermedios hasta el producto final en procesos tecnológicamente separables o no. Cuando la tecnología no permite la separación, el proceso, con el output intermedio y los inputs correspondientes, estará necesariamente bajo la dirección y control de un empresario, como ocurre por ejemplo con la tecnología de equipo. Pero cuando los procesos se puedan separar y el output de uno sea el input del siguiente en la cadena de valor, entonces surge la pregunta organizativa sobre si los procesos tecnológicamente

---

separables se dirigen integrados bajo la dirección de un único empresario, o si se mantienen organizativamente separados, cada uno bajo la dirección de un empresario, con las relaciones entre ellos gestionadas a través del mercado.

La decisión de integración o separación no alterará la relación de empleo entre el empresario o los empresarios y los trabajadores, pero sí cambiará la distribución de la propiedad sobre los activos no humanos. Supongamos un proceso A que produce un output que es a su vez un input intermedio para el proceso B; cada proceso está tecnológica y organizativamente separado del otro. Si el empresario del proceso A, proveedor, se integra hacia delante y compra al B, realmente lo que cambia ahora es que el empresario A adquiere la propiedad de los activos no humanos de los dos procesos; si es B quien compra A es el empresario B quien concentra la propiedad de todos los activos no humanos; si se mantienen separados organizativamente, la propiedad de los activos no humanos se reparte entre A y B. Williamson (1975, 1985) explica la decisión de integrar o separar desde la minimización de los costes de transacción, los cuales dependen, en cada caso, de si la transacción entre los procesos tecnológicamente separables es simple o compleja. Por ejemplo, si los activos de los dos procesos, A y B, son de carácter general (transacción simple) y cada proceso está bajo la dirección del empresario respectivo, una vez realizada la correspondiente inversión, las relaciones entre las dos empresas/empresarios transcurren en un contexto donde cada parte tendrá opciones externas alternativas para comprar, caso de A, o para vender, caso de B (ver también Klein *et al.*, 1978). El carácter más o menos completo del contrato no será tan relevante porque cualquier demanda de una parte sobre la otra ante contingencias no previstas estará acotada por las ofertas y las demandas externas a las que se podrá optar ante potenciales desacuerdos.

Por el contrario, si los activos son específicos a la transacción (compleja), una vez realizada la inversión su valor económico fuera de la

---

misma es nulo o muy bajo. Por tanto, la opción de salida de la relación con B por parte de A, por ejemplo, como protección frente a eventuales abusos de B en situaciones no previstas en el contrato incompleto entre las partes, no existe (o significa perder todo el valor de la inversión específica). En otras palabras, con activos específicos a la relación entre los dos procesos productivos, si se mantienen separados, A queda rehén de B y B queda rehén de A (*hold-up*). La situación de rehén puede significar que la otra parte fuerce a aceptar condiciones de intercambio, cuando la relación ya está en marcha porque las inversiones se han materializado, que no permiten recuperar el valor de la inversión. Ante esa eventualidad, lo previsible es que A/B opten por no realizar la inversión en los activos específicos. La forma de asegurar los activos específicos necesarios y protegerse del eventual riesgo de expropiación en la situación de *hold-up* es que todos los activos sean propiedad de un único empresario, A o B, es decir, optar por la solución organizativa de integración. Con la propiedad única de todos los bienes de capital concentrada en B, por ejemplo, las decisiones sobre la asignación de recursos podrán tomarse bajo el criterio de maximizar el valor económico conjunto de todos ellos. Uno de los beneficios de la integración, donde integración significa en este caso que B se autoabastece del input intermedio y se dota de las inversiones en los activos necesarios, es que, gracias a ella, se realizan inversiones valiosas en activos específicos que de otro modo no se hubieran realizado porque su valor no estaba adecuadamente protegido por el contrato (incompleto) y por la opción de salida.

La explicación de Williamson sobre las fronteras de la empresa a partir de las características de las transacciones y en particular del carácter general o específico de los activos implicados en la transacción sugiere que la propiedad única de los activos no humanos será la solución general a partir de un mínimo grado de especificidad de los mismos; la integración en una sola empresa/empresario de todos los activos implicados no tiene costes aparentes. Grossman y Hart (1986) y Hart y Moore (1990) formulan una teoría de la empresa a partir de los

---

derechos de propiedad sobre los activos no humanos donde se reconocen costes de transacción para la solución de integración; con ello, la decisión de integración o no es más compleja que la que se desprende del análisis de Williamson. La aportación principal está en reconocer que existen activos, particularmente el capital humano incorporado en las personas, cuya propiedad no se puede transferir, pero cuyo valor económico varía con la cantidad de capital no humano con el que se combina.

Volviendo al ejemplo anterior, supongamos que A, proveedor, se integra hacia delante y compra al cliente B. La transferencia de los derechos residuales de decisión sobre los activos no humanos de B a A con la integración empodera al empresario propietario de A pero le quita poder al dueño de B, y es probable que esto afecte a sus incentivos para realizar inversiones específicas a la relación. Después de la adquisición por A, el empresario de B continúa realizando su trabajo, pero ahora como empleado de A. Si el empresario de B tiene una idea sobre cómo aumentar la eficiencia del proceso, actuando como empresa independiente podrá llevar la idea a la práctica y beneficiarse íntegramente de los resultados obtenidos. Como empleado de A, en cambio, para ejecutar la idea necesita el permiso de su empleador, es decir, el empresario A tiene poder de veto, que puede utilizar para apropiarse de beneficios derivados de la idea del empleado. Ante la expectativa de una posible expropiación, el incentivo a innovar del gerente/empleado del proceso B se reduce, en comparación con el incentivo a innovar como empresario independiente.

Cuando el valor del capital humano y, por tanto, la decisión de invertir en el mismo, varía en función de los activos no humanos sobre los que se tienen derechos residuales de control, la propiedad única de los activos no humanos no necesariamente asegura que la riqueza creada será la máxima posible. Habrá casos en que será mejor separar la propiedad, otros en que será mejor que se concentren en A y otros en que se concentren en B, lo que explica que la integración vertical

---

sea menos frecuente de lo que predice el análisis de Williamson. Si el capital humano de uno de los empresarios fuera indispensable para la transacción, la creación de riqueza recomienda concentrar en esa persona la propiedad de todos los activos no humanos. Por otra parte, si los activos no humanos son independientes, entonces lo recomendable es que la propiedad se mantenga separada (Hart, 1995, 2017).

La relación de empleo enfatiza la autoridad del empresario sobre los trabajadores y sobre el capital humano que incorporan como característica distintiva de la empresa. La teoría de los derechos de propiedad, en cambio, enfatiza el control-propiedad de los activos no humanos como rasgo distintivo de los límites o fronteras de la empresa. La propiedad de los activos no humanos termina por conferir más o menos poder e influencia sobre los trabajadores y, según se distribuye esa propiedad, se influye en los incentivos a realizar inversiones en capital humano específicas a la transacción, lo que termina por afectar a la creación de riqueza. Todo ello significa que las relaciones de empleo y de propiedad se determinan conjuntamente y desde la interacción entre ellas resultarán unas fronteras y una organización interna de la empresa (relaciones) u otras.

### *Persona jurídica*

La empresa que surge de la relación de empleo (el contrato incompleto con los trabajadores) y la relación de propiedad (el derecho residual de decisión sobre los activos no humanos) se ajusta a la realidad solo parcialmente. La razón es que, en la realidad, la centralidad del empresario en las relaciones que surgen cuando sustituye al sistema de precios no recae habitualmente en una persona física —empresario—, sino en una persona jurídica, es decir, surgida de la voluntad del legislador. Ocurre también que, a pesar de que el derecho permite otras formas jurídicas, la más importante y con mayor peso en el conjunto de la economía, con diferencia, es la sociedad de capitales. La socie-



---

dad de capitales concentra la propiedad de los activos no humanos que se combinarán con los servicios de trabajo para la producción. La propiedad de los activos no humanos se desvincula legalmente de la persona física del empresario, que sigue siendo necesaria para dirigir la asignación de recursos, lo que obligará a establecer las condiciones bajo las cuales este último accederá a esos activos para su asignación. La teoría de los derechos de propiedad, tal como se ha descrito anteriormente, explica la distribución de la propiedad de los activos no humanos (transferibles) entre empresarios/personas físicas, pero no explica que la propiedad de los activos no humanos se concentre en personas jurídicas.

En el derecho español, las personas jurídicas responden al término general de *sociedad* e incluyen la sociedad de personas (por ejemplo, las cooperativas de trabajadores) y la sociedad de capitales, principalmente la sociedad de responsabilidad limitada y la sociedad anónima. La sociedad de capitales es la forma más extendida de persona jurídica en España y en el resto de países, y la sociedad anónima es la forma de sociedad de capitales más próxima a la *corporation*, la forma jurídica de empresa a la que se hace referencia habitualmente en la literatura internacional. Sociedad de capitales y sociedad anónima tenderán a utilizarse indistintamente.

Los rasgos característicos de la sociedad de capitales, con algunas variantes, comunes en todos los ordenamientos jurídicos, incluyen:

- *Personalidad jurídica propia*. Lo que significa edad indefinida y capacidad legal para asumir derechos y obligaciones frente a terceros y a poseer activos en propiedad.
- *Responsabilidad limitada*. En las obligaciones contraídas con terceros, responde solo con los activos que posee en propiedad.
- *Propiedad de quienes contribuyen con fondos al capital social*. El capital social constituido por aportaciones financieras por parte de socios que suscriben partes alícuotas, acciones o

---

participaciones, de todo el capital que se va a suscribir. Las acciones y participaciones conceden a sus titulares derechos políticos (voto) y económicos (dividendos), generalmente en proporción al número de títulos en propiedad.

- *Capital social vinculado a la vida de la sociedad.* Acciones libremente transferibles.
- *Dirección delegada.* Con una estructura de consejo cuyos miembros son nombrados por los socios.
- *Objeto social.* Definido en los estatutos de constitución de la sociedad. Con diferente grado de precisión, delimita el alcance de las actividades a las que los activos se pueden dedicar, y los bienes o servicios que se producirán en función de las necesidades y clientes que se desean servir.

La constitución de una persona jurídica para llevar a cabo actividades de producción e intercambio de acuerdo con el objeto social es una decisión de la persona física —empresario— cumpliendo con los requisitos formales requeridos. A través de una sociedad anónima de la que suscribe la mayoría de las acciones, es decir, con la mayoría de los derechos políticos, el empresario tendrá capacidad para controlar los activos no humanos propiedad de la sociedad en que se habrán invertido las aportaciones de capital social. Para cumplir el objeto social la sociedad contratará con terceros, incluidos los trabajadores, a través de contratos completos o incompletos, de forma similar a como contrataría a una persona física. Quienes contratan con la sociedad anónima conocen las normas generales que rigen para esta forma jurídica; por ejemplo, que, por la prerrogativa de la responsabilidad limitada, la sociedad responde por las obligaciones contraídas con terceros solo con el valor de los activos que posee en propiedad. El empresario/administrador actuará en nombre de la sociedad anónima con competencias similares a las que tiene como empresario individual y cumpliendo con el objeto social. En estas actuaciones, el empresario estará motivado, entre otras razones, por la repercusión sobre su riqueza personal de los beneficios residuales de la sociedad, y la

---

parte de los mismos sobre la que tiene derecho para incorporarla a su patrimonio personal.

En la decisión de interponer una persona jurídica pueden ser relevantes también las diferencias en horizonte temporal de las personas físicas (que necesariamente en algún momento deberán abandonar la actividad independientemente de su voluntad) y las personas jurídicas, cuya vida es en principio indefinida y trasciende al empresario. El horizonte temporal importa como determinante del valor económico de la reputación que sirve de soporte a los contratos implícitos, es decir, basados en la confianza mutua (Kreps, 1990). Cuando la persona jurídica sustituye a la persona física en la centralización de los contratos con terceros, incluidos los trabajadores, pero también con clientes, proveedores, bancos, es la reputación de la persona jurídica la que está en juego a la hora de tomar decisiones sobre el cumplimiento o incumplimiento de los acuerdos explícitos e implícitos a los que se ha llegado. Un horizonte temporal indefinido mantiene intacto el valor de la reputación adquirida de actuaciones pasadas en cualquier momento; cuando un empresario persona física está cerca de la jubilación, la reputación personal tiene poco valor porque le quedan pocas oportunidades para aprovecharse de ella en el futuro. En todo lo demás, igual: la persona jurídica tendrá más facilidades que la persona física para ganarse la confianza de terceras personas.

La interposición de una persona jurídica —sociedad anónima— en las relaciones entre el empresario al que se refieren Coase o Alchian y Demsetz y el resto de propietarios de los recursos necesarios para cumplir con el objeto social no altera de forma significativa la capacidad operativa del empresario/administrador y accionista mayoritario de la sociedad. Sin embargo, frente a terceros con los que contrata, la sociedad de capitales permite identificar más fácilmente los activos que respaldan los contratos, las obligaciones que ya recaen sobre ellos en un determinado momento, y actuar en consecuencia. Para el empresario, la sociedad anónima acota la parte de patrimonio personal que expone al riesgo ordi-

---

nario del negocio. La interposición de una sociedad anónima no debería alterar el criterio del empresario de asignar los activos de la sociedad maximizando su valor conjunto de uso y continuidad, de cuyos resultados dará cuenta según las normas contables establecidas.

La sociedad de capitales facilita al empresario implicar a terceros en la financiación de los activos de la sociedad necesarios para la producción, cuando las circunstancias lo requieran (por ejemplo, insuficiente riqueza personal del empresario para suscribir el capital social necesario, acorde con las necesidades de activos en propiedad de la sociedad). Para ello, el empresario puede solicitar financiación a los bancos o a otros acreedores, en forma de deuda, con unos costes financieros y plazos de devolución contractualmente determinados. El empresario suscribe mayoritariamente el capital social, lo que deja intacta su capacidad de control sobre los activos de la sociedad. Los costes financieros de la deuda son un coste más de la actividad, que además deberá generar la liquidez necesaria para cumplir con los plazos de devolución del principal. Las expectativas sobre el valor de los activos financiados, la responsabilidad limitada y el orden de prelación en el cumplimiento de las obligaciones contraídas con terceros determinarán la cantidad de deuda que los acreedores están dispuestos a conceder a la sociedad. Cuando esta sea insuficiente, el empresario puede ofrecer a otros inversores suscribir parte del capital social, en distintas proporciones, de manera que incluso el empresario llegue a perder la condición de accionista de control, en cuyo caso continuar o no como empresario/administrador dependerá de lo que acuerden mayoritariamente el resto de accionistas. Si finalmente la sociedad se financia cotizando sus acciones en la bolsa de valores, deberá dotarse de una estructura de gobierno formal y estructurada, incluyendo asamblea de accionistas, consejo de administración y equipo directivo, acorde con las normas establecidas.

El antecedente de la actual sociedad de capitales por acciones se encuentra en las sociedades por acciones creadas por privilegios reales

---

de las coronas británica y holandesa en el siglo xvii con el propósito de financiar y gestionar, en régimen de monopolio y como servicio público, el tráfico comercial entre las metrópolis y las colonias. Su difusión en el ámbito mercantil privado se consolidó a mediados del siglo xix. Desde entonces, se ha extendido en economías donde domina la propiedad accionarial concentrada y en las que predomina la propiedad dispersa; en industrias capital intensivas y en sectores de servicios; entre sociedades relativamente pequeñas y en sociedades grandes, cotizadas y no cotizadas, y en empresas filiales participadas al cien por cien. Y lo que es más importante, ha perdurado en el tiempo a pesar de importantes cambios en el entorno económico, político y social al demostrar una gran utilidad para facilitar la creación de riqueza. Su extraordinaria visibilidad, su demostrada capacidad para acumular activos en valores multibillonarios y, por tanto, para acumular poder e influencia, la convierten en protagonista de la vida económica, política y social de las naciones, así como en una de las instituciones emblemáticas del capitalismo. De hecho, no hablaríamos de capitalismo si, en lugar de la sociedad de capitales por acciones, la forma dominante de sociedad, persona jurídica, voluntariamente constituida, fuera la sociedad de personas, por ejemplo, la cooperativa de trabajadores.

A la sociedad de capitales se le atribuyen tres relaciones principales de las que surgen problemas por conflictos de interés y costes de contratar que el derecho ha tratado de encauzar no siempre de la misma forma en todos los países: i) la relación entre los accionistas y el empresario/directivo contratado para dirigir la asignación de recursos, pero con participación nula o mínima en el capital; ii) la relación entre accionistas mayoritarios y minoritarios; y iii) la relación entre accionistas y acreedores financieros.<sup>16</sup> Se trata de conflictos que surgen en el ejercicio de derechos de control sobre los activos de la sociedad, la

16 Resulta imposible referenciar toda la literatura jurídica y económica dedicada a analizar estos tres conflictos, juntos o por separado. Remitimos al lector interesado a Sáez y Gutiérrez (2021) para una panorámica comparada y con perspectiva histórica de la visión desde el derecho y desde la economía del derecho de sociedades.

---

gobernanza en el ejercicio de esos derechos y la protección de los intereses de los acreedores otorgándoles derechos de control sobre los activos de la sociedad, a costa de los accionistas, cuando esta incumple las obligaciones contraídas. El derecho laboral rige en las relaciones de la sociedad con los trabajadores; el derecho mercantil, en las relaciones de la sociedad con clientes y proveedores, igual que ocurre con el empresario personal y con cualquier otra forma jurídica. La economía en general y la economía financiera en particular se han ocupado del estudio de las decisiones de inversión y financiación de las sociedades de capitales, de su crecimiento, orgánico o a través de fusiones y adquisiciones con otras sociedades, y de la interferencia en estas decisiones de los tres conflictos de interés a los que aludimos anteriormente.<sup>17</sup>

Finalmente, es necesario aclarar que, de la misma manera que una planta o unidad de producción no es una empresa ni es la forma de definir sus límites, los límites de la empresa como sistema de relaciones que surge de la sustitución competitiva del sistema de precios por el empresario en la dirección de los recursos trascienden a los límites de la persona jurídica. Es decir, a través de la propiedad de las acciones, un empresario puede dirigir la asignación de recursos repartidos en relaciones con más de una persona jurídica. Todo ello no hace sino complicar la respuesta a qué es una empresa y dónde están sus límites; la respuesta puede ser diferente según el contexto de la pregunta. Por ejemplo, para el acreedor de una sociedad de capitales con responsabilidad limitada, lo relevante de cara a las posibilidades de recuperar la deuda será la solvencia de la persona jurídica, no tanto la del grupo de sociedades o unidad de dirección de la que forma parte. El empre-

17 Imposible, una vez más, enumerar los numerosos trabajos publicados en este ámbito. Nos limitamos a citar dos particularmente influyentes en los que se publicaron después. Jensen y Meckling (1976) presentan la empresa como un nexo de contratos y destacan los costes de agencia en que se incurre con la empresa sociedad de capitales, cuando además la dirección la realiza un equipo de personas sin participación significativa en el capital de la sociedad. Shleifer y Vishny (1997) ofrecen una revisión de la literatura sobre economía y finanzas del gobierno corporativo desde la perspectiva de reducir los costes de agencia.

---

sario/accionista a la cabeza de la unidad de dirección decidirá, llegado el momento en que la sociedad deudora se declare insolvente, pagar la deuda con recursos del grupo o no hacerlo.

## **Empleo, propiedad y tecnología**

La relación de propiedad y la relación de empleo pueden decidirse conjuntamente cuando, según enseña la teoría de los derechos de propiedad, poseer la propiedad de activos no humanos aumenta la autoridad sobre los trabajadores que contratan con la persona jurídica. La contratación implica ocupar un puesto de trabajo que a su vez dará derecho de uso, bajo determinadas condiciones, sobre activos no humanos que son propiedad del empleador, no del trabajador. Al poder decidir sobre el puesto de trabajo y los activos a los que da acceso el ocuparlo, el empresario dispone de más ricas y más variadas formas de dividir el trabajo dentro del proceso productivo que en el caso de que la propiedad estuviera repartida. Desplazar a los trabajadores de un puesto a otro según las contingencias es posible porque la propiedad de los activos incorpora el derecho a diseñar los puestos de trabajo asociados a esos activos. Esa misma propiedad es la que permite al empresario/administrador promocionar o despedir a un trabajador en función de su desempeño. Debido al carácter incompleto del contrato de empleo, cuando las contingencias a lo largo de la relación son difíciles de anticipar y especificar *ex ante*, concentrar la propiedad de los activos no humanos en una persona jurídica amplía el abanico de posibilidades para que el empresario influya sobre el comportamiento de los trabajadores, y permite que funcionen mercados internos de trabajo.

Desde la perspectiva de la teoría de los derechos de propiedad, la distribución de la propiedad de los activos no humanos responde al objetivo principal de crear incentivos para una eficiente inversión en capital humano *ex ante*. Sin embargo, en la relación de empleo lo más relevante es cómo coordinar y motivar el esfuerzo y la dedicación de

---

los trabajadores en las tareas que deben realizar mientras transcurre la relación. Holmstrom (1999) insiste en que, para explicar la concentración de la propiedad de los activos empleados en la producción en una empresa-persona jurídica, es necesario tener en cuenta también las posibilidades que se abren para, dentro de la relación de empleo, disponer de una amplia variedad de instrumentos para incentivar el esfuerzo de los trabajadores. Entre ellos: recompensar el desempeño en función de resultados objetivos o evaluaciones subjetivas; diseñar puestos de trabajo más o menos enriquecidos, es decir, con más o menos tareas; definir puestos de trabajo individuales o para equipos con más o menos autonomía; dictar normas de trabajo; controlar los canales de comunicación; promocionar una determinada cultura; elegir la estrategia competitiva, etc. En gran parte, la capacidad del empresario para decidir de forma unilateral sobre todos estos aspectos de la organización y gestión de los puestos de trabajo procede de la propiedad y el control que posee la sociedad que administra sobre todos los activos no humanos empleados en la producción.

Hay que recordar que, en la explicación de la existencia de empresarios/empresas, tiene un papel destacado la internalización de externalidades en un contexto de producción e intercambio caracterizado por la información incompleta y asimétrica. La producción con tecnología de equipo, por ejemplo, implica que la productividad de cada trabajador/puesto de trabajo depende de cómo se realiza el trabajo en los demás. El buen funcionamiento del grupo requerirá coordinación y comunicación y cooperación entre puestos de trabajo, que una individualización de la relación de empleo con incentivos de alta intensidad en cada puesto de trabajo echaría a perder. El diseño de los incentivos desde una visión global puede hacer recomendable organizar el trabajo con el objetivo de conseguir un difícil equilibrio entre iniciativa individual y cooperación con el entorno de trabajo.

Los problemas de medios de comunicación, la cantidad y distribución de la información disponible y la capacidad de comunicarla y proce-



---

sarla serán sensibles al cambio tecnológico. Coase (1937) señala que la probabilidad de que el empresario cometa errores, como parte de los costes de gestión, aumentará con la distribución espacial y la disparidad de las transacciones, y señala también que innovaciones como el uso del teléfono y el telégrafo permiten reducir los costes de gestión cuando la empresa se expande geográficamente. Con la perspectiva de hoy, las innovaciones en las tecnologías de la información y las comunicaciones han tenido un gran impacto en los costes de utilizar la empresa y en los costes del sistema de precios en la dirección de recursos, con implicaciones sobre las formas de gobernar la colaboración y el intercambio, y en el diseño y organización de los puestos de trabajo dentro de las empresas.<sup>18</sup> Resulta de interés detenernos brevemente en dos casos concretos, uno sobre la influencia de la tecnología en la relación de empleo, y el otro sobre la influencia de la tecnología en la propiedad de los activos.

Además de elegir entre trabajar como empleados o trabajar como empresarios (empleadores), las personas tienen la posibilidad de elegir trabajar por cuenta propia sin contratar empleados. Las nuevas tecnologías de la información y particularmente plataformas como Uber o Deliveroo facilitan que trabajadores autónomos presten servicios contratados directamente por los clientes. Hasta la irrupción de empresas como Uber, el servicio público de transporte urbano individual de pasajeros se realizaba a través de taxis que actuaban como un colectivo autorregulado a partir de grandes acuerdos sobre tarifas y condiciones de prestación del servicio con las autoridades públicas. Al contratar el servicio de taxi, los ciudadanos sabían que los estándares de calidad en la prestación del servicio estaban avalados por la reputación

18 Recomendamos los trabajos de Milgrom y Roberts (1990, 1995) y Roberts (2004) sobre el tema de la organización del trabajo dentro de las empresas y, en particular, sobre cómo la reducción de los costes de producir una variedad de producto u otra con la robotización de las líneas de producción explica la transición de la empresa tradicional —producción en serie— a la empresa moderna —producción bajo demanda. El concepto de complementariedad que se introduce en estos textos explica por qué los cambios en la organización interna se aplican a múltiples dimensiones a la vez. Malone (2014) y Moore (2015) explican cómo los nuevos avances en las tecnologías de la información y en las relaciones de la empresa con los clientes, principalmente datos e inteligencia artificial, están cambiando la empresa hacia estructuras en red.

---

del colectivo. Del mismo modo, la distribución del «último kilómetro» se contrataba con empresas de paquetería o de logística cuyos trabajadores prestaban el servicio bajo la supervisión y el control de calidad de la propia empresa. Lo que han conseguido las plataformas como Uber o Deliveroo es poner a disposición de los clientes a costes bajos medidas individualizadas de calidad de prestación de servicio que aseguran estándares de calidad a los clientes porque basándose en ellas se determina la reputación individual del trabajador autónomo. Se trata, por tanto, de innovaciones tecnológicas que han ayudado a resolver problemas de medición que antes se resolvían a través de la interposición de una empresa/marca, lo que significaba que el servicio se prestaba con trabajadores empleados de las empresas, y ahora es posible prestarlo a través de trabajadores autónomos.

El triángulo trabajador independiente-plataforma-cliente plantea dudas jurídicas sobre si la prestación del servicio al cliente se realiza bajo una relación de empleo entre la plataforma y el trabajador, o bajo una relación mercantil entre el trabajador y el cliente en la que la plataforma actúa como soporte tecnológico; la diferencia es relevante porque implicará someterse a una legislación laboral o a una mercantil. Hace algún tiempo, a instancias de una denuncia de la Seguridad Social reclamando a Deliveroo el pago de las cotizaciones sociales de los repartidores por parte de la plataforma, el TSJ de Madrid sentenció a favor de la denunciante y consideró que, efectivamente, los repartidores realizan su trabajo bajo una relación laboral con la plataforma. La sentencia, ya firme y en proceso de desarrollo normativo, argumenta que la plataforma fija los precios del servicio de reparto, marca estándares sobre cómo se debe hacer el trabajo, con penalizaciones para el trabajador en caso de no cumplirlos, y resuelve las incidencias en la prestación del servicio, todo ello más propio de una relación entre empresa-empleado que de un trabajo independiente.

Cuando Coase escribió su trabajo sobre la teoría de la empresa en 1937, la relación entre empleador-empleado que le sirvió de referen-

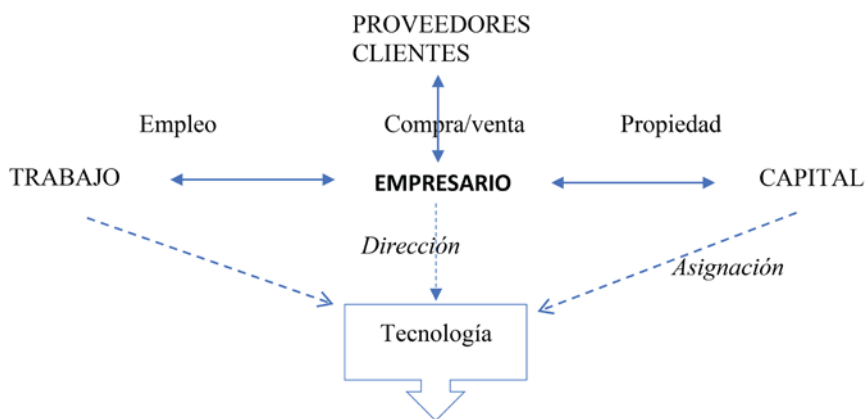
---

cia era la que tenía lugar en la producción fabril; la sentencia sobre los repartidores, en plena era digital, sigue valorando la relación trabajador-plataforma-cliente con los mismos criterios de «relación de autoridad» que cuando la mayor parte del trabajo por cuenta ajena tenía lugar en plantas de producción y bajo la supervisión estrecha del empresario o personas en quienes delegaba. La justicia no entra a considerar que ciertas normas de estandarización en la prestación del servicio que realiza la plataforma pueden actuar como garantía de calidad en la prestación al servicio al cliente, de igual forma que en otros ámbitos, como la ingeniería o la medicina, los colegios profesionales imponen estándares de conducta y fijan tarifas por servicios a las que deben ajustarse los colegiados. En todo caso, surge una pregunta: ¿hubiera denunciado la Seguridad Social a la plataforma si por el mismo trabajo la cotización social fuera la misma para un trabajador asalariado que para un trabajador autónomo? ¿Es posible, en aras a la eficiencia y el aprovechamiento de las oportunidades que ofrece la innovación tecnológica, conseguir más neutralidad regulatoria y tributaria en la elección entre empresa o mercado para las transacciones y los intercambios? Esa neutralidad se consiguió al sustituir el impuesto sobre ventas (que penalizaba los intercambios en el mercado) por el impuesto sobre el valor añadido, neutral en la elección entre fabricar o comprar.

Los repartidores son propietarios del medio de transporte; esto era previsible que fuera así desde su condición de trabajadores autónomos, pero podría cambiar en la nueva relación laboral de empleados de la plataforma. Estudios realizados en Estados Unidos (Baker y Hubbard, 2003, 2004) muestran el cambio en la situación laboral de los camioneros en ese país: de trabajadores autónomos propietarios del camión que conducen a asalariados de sociedades de capitales dedicadas al transporte que conducen camiones propiedad de estas sociedades de capitales con determinadas innovaciones tecnológicas. Se trata de dispositivos electrónicos que, incorporados a los camiones, permiten conocer con gran precisión el tipo de conducción del

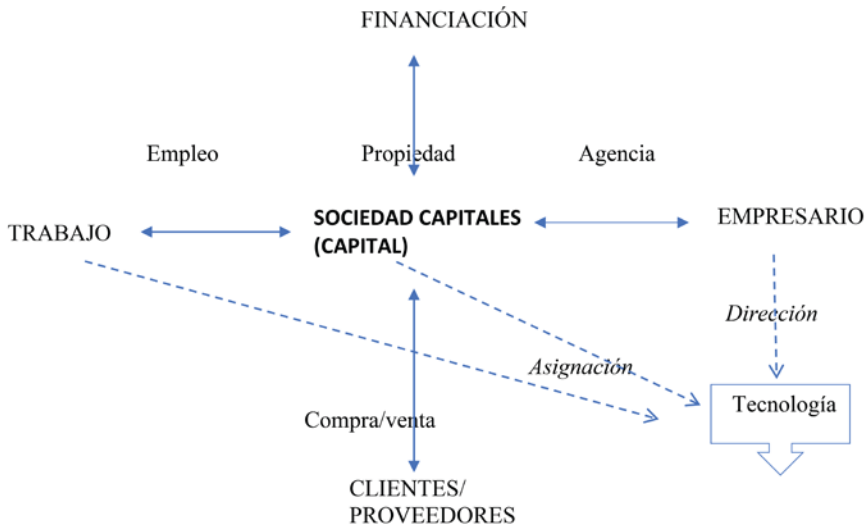
conductor del camión. Con esta información la empresa controla las condiciones de uso del camión y, por tanto, el valor económico del mismo a lo largo de su vida útil. Antes del dispositivo esa información no estaba disponible y, para asegurar los incentivos al buen uso del camión, se requería que fuera propiedad del propio conductor. En contrapartida, el propietario del camión arriesgaba su sueldo y su patrimonio en la misma actividad, asumía altos riesgos financieros y soportaba las interrupciones de trabajo por averías y reparaciones del camión. La sociedad de capitales está en mejores condiciones de financiar y asumir riesgos al ser la propietaria de los camiones y tiene formas de estabilizar el trabajo y la renta de los conductores asalariados. Las bicicletas de los repartidores no necesitan la misma inversión que los camiones de transporte, pero es posible que, para un mejor control del trabajo y más autoridad sobre los trabajadores, las sociedades mercantiles que los contratan como empleados obliguen a los repartidores a realizar su trabajo con medios de transporte propiedad de la sociedad.

### 1. Relaciones cuando el empresario sustituye al sistema de precios



---

## 2. Relaciones cuando la persona jurídica, sociedad de capitales, sustituye al empresario en el centro de las relaciones



Los esquemas 1 y 2 resumen las relaciones que definen la empresa, entre ellas las más características de relación de empleo y relación de propiedad que, desde el punto de vista económico y jurídico, forman parte de los contratos incompletos. Los contratos incompletos deben dotarse de un mecanismo de gobierno y, a lo largo del tiempo, se ha impuesto una fórmula de gobierno jerárquico en la cual los derechos a decidir sobre lo no previsto en el contrato recaen en el propietario del capital. La forma dominante de empresa capitalista alcanza así su máxima expresión, ya sea en su forma simple de empresario/persona física propietario también del capital, o en su forma evolucionada de sociedad de capitales, aunque en este caso es necesario contar con una persona física que actúe empoderada por la sociedad. La homogeneidad en la forma dominante de empresa sorprende en cierto modo teniendo en cuenta que el derecho permite otras formas de gobernanza y, por tanto, podría esperarse más diversidad entre las empresas en el mundo real. La teoría económica de la empresa, en su vertiente de

---

economía institucional, distinta de la que describe el funcionamiento de la empresa-tecnología de producción en los libros de texto, explica la empresa como conjunto de relaciones desde la eficiencia, en la que intervienen los costes de transacción además de los costes de producción. La eficiencia no ha impedido, sin embargo, que el deterioro medioambiental y la desigualdad económica empañen la riqueza que la empresa-sociedad de capitales ha contribuido a crear. La economía política quiere implicar directamente a la empresa en corregir estos resultados no deseados, lo que supone un nuevo escenario para la naturaleza y razón de ser de la empresa, que será el objeto de análisis en el resto de la exposición.

### **Economía política de la empresa**

En la lógica de la economía institucional que explica las instituciones económicas, estado, mercado y empresa, desde la eficiencia individual y su mejor o peor alineamiento con la eficiencia colectiva, la empresa surge como respuesta a fallos del mercado, costes de *marketing*, de alcance reducido. Se trata de externalidades locales que, a través de contratos no convencionales entre partes implicadas, es posible internalizar con decisiones sobre propiedad de los activos no humanos, privatización de las ganancias colectivas, reparto de riesgos, etc. Externalidades mayores y, en particular, externalidades globales como las que destapa la crisis climática y la creciente desigualdad económica quedan fuera de la responsabilidad de la empresa y entran de lleno en las acciones colectivas de mayor responsabilidad del estado. El hecho que se quiera involucrar a las empresas directamente, con nuevos criterios para la toma de decisiones y nuevas responsabilidades ante la sociedad, como la sostenibilidad y la inclusión social, supone reconocer un cierto fracaso del estado en cumplir con la función que tenía tradicionalmente asignada. El epígrafe dedicado a la economía política de la empresa trata de explicar: i) por qué se ha llegado a esta situación de ineficacia del estado para conseguir los objetivos colectivos de

---

sostenibilidad medioambiental e inclusión social; ii) qué propuestas de reforma empresarial se están planteando; iii) en qué medida las propuestas, de implantarse, conseguirían los objetivos deseados. En lo posible, se tratará de mantener la conexión entre los fundamentos de la teoría de la empresa desde la racionalidad individual que se han expuesto en los apartados anteriores, y los cambios que se proponen desde la eficiencia colectiva.

La respuesta más inmediata a la pregunta sobre por qué el estado no ha actuado en beneficio de todos, obligando a internalizar externalidades e interviniendo en la distribución de la renta y la riqueza, es, en nuestra opinión, que las externalidades y la desigualdad económica tienen alcance global, mientras que los estados tienen capacidad coercitiva real solo a escala nacional. Una externalidad global requiere de medidas correctoras diseñadas y ejecutadas por una autoridad coercitiva de alcance también global que en la realidad no existe. Como máximo, se cuenta con instituciones sin capacidad coercitiva clara para interferir en determinadas conductas, como las Naciones Unidas, o con acuerdos multilaterales entre estados, como el Acuerdo de París contra el cambio climático, con similares limitaciones ejecutivas. Por otra parte, la globalización de la actividad económica termina por desencadenar competencia impositiva entre los estados nacionales, lo que va en contra de la progresividad fiscal de los impuestos sobre la renta y la riqueza bajo el control de los estados nacionales, imprescindible para la redistribución de la renta y la riqueza.

Además de las limitaciones del estado para actuar a la escala que sería necesario hacerlo, también el mercado y la competencia muestran sus debilidades. A ello contribuye la creciente concentración de los mercados, favorecida por la penetración de tecnologías con economías de escala y de red y por el poder de las empresas que dominan los mercados para condicionar la competencia con la entrada de nuevos competidores. Los estados nacionales, particularmente en Estados Unidos, donde tienen su sede las grandes compañías tecnológicas, no

---

han intervenido en defensa de la competencia, bien porque han primado las eficiencias sobre las economías de red, bien porque las grandes empresas han adquirido también un gran poder para influir en las decisiones políticas, o bien porque la regulación de los mercados es técnicamente complicada. Por lo general, los reguladores están menos informados sobre el estado de la tecnología y sus posibilidades de utilización que las empresas sobre las que se debería actuar. Al final, las empresas no solo eluden las regulaciones, sino que son capaces de convertirlas en barreras a la entrada para los nuevos competidores; la innovación tecnológica y la importancia creciente de los activos intangibles, mucho más difíciles de valorar que la maquinaria o los equipos, acrecientan aún más la distancia en información y conocimiento entre reguladores y regulados. También las temáticas susceptibles de regulación han cambiado y han ampliado su espectro desde el tradicional enfoque de protección del consumidor a otro más amplio que incorpora preocupaciones humanas, sociales y medioambientales, para el que los reguladores no están adecuadamente equipados. En palabras de Colin Mayer (2020: 5):

Existe un vacío entre la eficiencia del mercado y la eficacia regulatoria, que es cada vez más un abismo a medida que la tecnología se acelera, los activos se vuelven más intangibles, las corporaciones afectan a segmentos más amplios de la sociedad y el mundo natural y las economías de la escala crecen a proporciones globales. En consecuencia, los gobiernos y la regulación están demostrando ser cada vez más incapaces de reparar los crecientes fallos del mercado a los que se enfrentan.



Cuadro 1. Entornos en los que estado, mercado y empresa contribuyen a la consecución de los objetivos colectivos de prosperidad, sostenibilidad e inclusión

	<b>ENTORNO POSTBÉLICO (SEGUNDA MITAD DEL SIGLO XX)</b>	<b>NUEVO ENTORNO (SIGLO XXI)</b>
<b>Ideología y política</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Estados nacionales fuertes con capacidad para proveer bienes públicos y mantener externalidades bajo control</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Estados nacionales débiles</li> <li>• Competencia fiscal y regulatoria entre estados</li> </ul>
<b>Tecnología y mercados</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Evolución/desarrollo de las tecnologías de la Revolución Industrial (automoción, química, electricidad, alimentación)</li> <li>• Integración de mercados supranacionales</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tecnologías de la información y las comunicaciones</li> <li>• Economías de red</li> <li>• Capacidad ilimitada</li> <li>• Mercados globales y tendencia a la concentración</li> </ul>
<b>Recursos y gestión</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Capital financiero</li> <li>• Capital tangible</li> <li>• Capital humano general</li> <li>• Organización jerárquica y restricciones</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Capital natural</li> <li>• Intangibles</li> <li>• Capital conocimiento</li> <li>• Organizaciones planas y en red</li> </ul>

Fuente: elaboración propia

El cuadro 1 compara algunos rasgos de los entornos sociales, políticos y tecnológicos por donde transcurre la actividad económica durante la última parte del siglo pasado con otros que entendemos que se aproximan bastante a la situación actual en los países desarrollados, implícitos o explícitos en el texto de Colin Mayer y en la exposición previa. Se habla mucho de la necesidad de renovar el contrato social que aseguró la prosperidad y la inclusión social en los países occidentales durante los treinta años posteriores a la Segunda Guerra Mundial. El cuadro 1 trata de poner de manifiesto las notables diferencias en tecnología y entorno social, económico y político en los años de posguerra y en el entorno actual. Hasta la crisis del petróleo de principios de los años setenta del pasado siglo, los estados nacionales eran lo sufi-

---


ciente fuertes para regular el funcionamiento de los mercados, preservar la competencia y redistribuir la renta con impuestos progresivos, de manera que, dentro de ese marco regulatorio y fiscal, las empresas actuaban desde la racionalidad individual. La crisis del petróleo puso a prueba la fortaleza de los estados del bienestar y obligó, por los altos precios de la energía, a reconvertir sectores industriales. Los mercados se globalizaron y unos años después las TIC irrumpieron con fuerza y capacidad transformadora. El llamado Consenso de Washington también favoreció un clima político de dejar hacer a los mercados y minimizar la intervención de los estados. Si realmente la solución para alcanzar los objetivos colectivos de sostenibilidad e inclusión es un nuevo contrato social, este contrato deberá tener en cuenta el cambio en el entorno y adaptarse al mismo.


En el nuevo contrato social, si progresa, deberá de redefinirse la función social del estado, el mercado y la empresa. Entre tanto, lo que se observa es una proliferación de propuestas de reforma de la empresa en el intento de implicarla directamente en la consecución de los objetivos colectivos. El cuadro 2 resume algunas de las propuestas de reforma de la empresa que se han planteado en los últimos años desde posiciones más cercanas a la política económica que a la teoría económica, extraídas mayoritariamente de los documentos publicados que se citan a pie de página en la introducción a este texto. Junto a la propuesta, en el cuadro se añade también una breve explicación. Las propuestas están ordenadas de menos a más impacto sobre la llamada «primacía de los accionistas» porque en su gran mayoría se trata de reformas que afectan a la sociedad de capitales por acciones, aunque sin cuestionar sus fundamentos.

Se trata, principalmente, de conseguir que la sociedad de capitales renuncie al criterio de maximizar el beneficio, como único criterio en la toma de decisiones que se atribuye en el pasado, y asuma explícitamente objetivos de sostenibilidad e inclusión. Enmendar este criterio, o corregir sus efectos, puede conseguirse por la autorregulación o a

través de reformas legislativas. La mayoría de los proponentes y propuestas dejan intacta la supremacía de los accionistas en la sociedad de capitales que conocemos, acotándola en algunos aspectos, y un grupo reducido plantea propuestas radicales (¿inviabiles?) que alteran sustancialmente el *statu quo*. En el siguiente apartado las propuestas se analizan desde las aportaciones de la teoría económica, y se pregunta si realmente contribuyen o no a conseguir los objetivos últimos de prosperidad, sostenibilidad e inclusión a los que se aspira.

Cuadro 2. Propuesta de reforma, explicación y efectos

REFORMAS	EXPLICACIÓN	EFECTOS
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Cambiar los criterios de decisión sustituyendo el beneficio y el valor económico de los activos por otros como bienestar de los grupos de interés, propósito, valor social...</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Autorregulación impulsada por académicos y por asociaciones de directivos empresariales o directores de fondos de inversión</li> <li>• Convencimiento entre los proponentes de que, a la larga, terminará por beneficiar a los accionistas</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Deja intacta la supremacía de los accionistas</li> </ul> 
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Iniciativas legislativas</li> <li>• Publicación de información no financiera</li> <li>• Favorecer accionistas estables</li> <li>• Integrar con información ESG</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Iniciativas legislativas de la UE sobre publicación de información no financiera: plan de acción sobre financiar el crecimiento sostenible (objetivos de sostenibilidad medibles, reglas para que los directores actúen en el interés a largo plazo de la compañía)</li> </ul>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Reforma del derecho de sociedades; obligación de que las sociedades se constituyan con propósito social</li> <li>• Nuevas figuras societarias para «empresas con propósito»</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Propuesta por la British Academy y Colin Mayer en el marco de una iniciativa global para reformar el gobierno corporativo de las sociedades</li> <li>• <i>B-corporation</i> y similares ya disponibles en Francia e Italia</li> </ul>	

REFORMAS	EXPLICACIÓN	EFECTOS
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Reforma del derecho de sociedades para que los consejeros dejen de ser agentes de los accionistas y adquieran estatus de fiduciarios del propósito corporativo</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• British Academy y Colin Mayer. Se aumenta la credibilidad de las promesas y compromisos con el bien común incorporadas al propósito, y se incrementa la capacidad de generar confianza</li> </ul>	 <ul style="list-style-type: none"> <li>• Neutraliza la supremacía de los accionistas</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Reforma del derecho de sociedades para obligar a las sociedades de capitales a que incorporen en sus órganos de gobierno a representantes de los trabajadores con posibilidades de influir</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La representación de los trabajadores por obligación legal ya está incluida en el derecho de sociedades de países en el centro y el norte de Europa. Candidatos demócratas en Estados Unidos y Piketty proponen extenderlo a Estados Unidos y a escala global.</li> </ul>	

Fuente: elaboración propia

## Las reformas se confrontan con la teoría

- i) *Las propuestas de reformas acostumbran a centrarse en la sociedad de capitales (corporation) cuando está justificado adoptar una perspectiva más amplia.* A lo largo de la exposición, empresa y sociedad de capitales se han tratado como dos entes distintos. La empresa remite a relaciones que emergen cuando el empresario sustituye al sistema de precios en la dirección de los recursos, al carácter incompleto de los contratos que está detrás de las relaciones de empleo y propiedad, y al mecanismo de gobernanza elegida para completarlos. La sociedad de capitales, persona jurídica con unas características relativamente estandarizadas, es una derivación de la relación de propiedad que, además, reemplaza al empresario en el centro de los contratos incompletos y se convierte en titular de los derechos residuales de decisión. Plantear la reforma partiendo de la sociedad de capitales significa ignorar una etapa previa

---

en el desarrollo de la empresa, cuando se elige el mecanismo de gobernanza entre distintas alternativas una de las cuales es la gobernanza jerárquica con derechos residuales de decisión asignados al propietario del capital, pero no la única.

Al distinguir entre empresa y sociedad de capitales el debate alrededor de la reforma de la empresa incluye preguntas cuya respuesta será relevante en el contexto de la economía política de la empresa. Entre ellas: ¿por qué la sociedad de capitales ha monopolizado la sustitución de la persona física del empresario en el centro de las relaciones/contratos con el resto de propietarios distintos a los activos no humanos utilizados en la producción? En particular, ¿por qué no está más extendida la sociedad cooperativa de trabajadores en el lugar de la sociedad de capitales, cuando las prerrogativas de personalidad jurídica propia y responsabilidad limitada son similares a las de la sociedad de capitales? ¿Existen cambios en el entorno tecnológico, social y económico que pueden alterar las ventajas comparativas que la sociedad de capitales ha podido demostrar en el pasado?<sup>19</sup>

- ii) *Las propuestas de reforma de la empresa no distinguen lo suficiente entre la respuesta a los problemas que plantea el ejercicio de los derechos de propiedad en sociedades de capitales complejas, y la respuesta a las externalidades en las decisiones de asignación de recursos.* Entre las críticas a la sociedad de capitales ocupa un lugar destacado el llamado cortoplacismo, es decir, que la maximización del beneficio

19 Hansmann (1996) compara las distintas formas de propiedad en la empresa, incluidas la cooperativa de trabajadores y las entidades no lucrativas, combinando derecho y economía. La evolución de las sociedades de capitales en el tiempo ha estado marcada por el creciente protagonismo de los inversores institucionales y su particular forma de implicarse en el gobierno corporativo. Puchniak (2021) analiza la influencia del código de conducta para los inversores institucionales emitido por el Reino Unido en 2010. Entre otra información de interés, el trabajo desvela la gran diferencia en el peso de los inversores institucionales como accionistas en unos países y otros, muy alta en EE. UU. y en el Reino Unido y sensiblemente menor en el resto. A modo ilustrativo, en el agregado, la proporción de acciones por categoría de inversor en Estados Unidos (España), en 2017, es la siguiente (anexo 1): sociedades privadas, 2 % (25 %); sector público, 2 % (3 %); individuos estratégicos, 4 % (22 %); inversores institucionales, 80 % (21 %); capital flotante, 11 % (30 %).

---

se realiza con un horizonte temporal de corto plazo cuando lo «correcto» sería un horizonte de largo plazo. Por ejemplo, la Comisión Europea, en sus informes sobre eventuales reformas de la empresa, señala al cortoplacismo como la causa de la relativamente baja inversión en capital humano por parte de las empresas en Europa. El cortoplacismo se refiere al miope e ineficiente foco en las ganancias a corto plazo y la consiguiente renuncia a ganancias mayores en el largo plazo. La racionalidad económica prescribe que las decisiones de inversión deben realizarse con el criterio de valor presente de los flujos de caja esperados durante la vida útil de los activos en que se invierte, e invertir solo si el valor presente es no negativo. De este modo, se actúa de forma coherente con el criterio de maximizar el valor económico de los activos propiedad de la sociedad de capitales. Técnicamente, en las decisiones de inversión la maximización del beneficio debe sustituirse por el criterio de valor actual neto positivo, pero en la práctica se entiende bien la diferencia y, cuando se dice que la empresa maximiza beneficio, se sobreentiende que las decisiones de inversión se toman con el criterio de valor actual neto no negativo. Actuando de este modo, las decisiones de inversión están perfectamente alineadas con el interés de los accionistas, en cuya riqueza personal repercute el valor económico de los activos. El cortoplacismo no beneficia a los accionistas porque no está en su interés particular renunciar a ganancias a largo plazo. Si el cortoplacismo tampoco es deseable desde el interés general, entonces los intereses de los accionistas están perfectamente alineados con los de la sociedad.

¿Por qué preocupa entonces el cortoplacismo? La respuesta es porque, en las sociedades de capitales con accionistas ausentes y pasivos, los directivos tendrán información sobre la evolución de los flujos de caja de los proyectos donde invertir que los accionistas no tienen y que es difícil de comunicar de forma creíble y sin afectar al valor estratégico del proyecto.

---

En esa situación los directivos pueden verse en la situación de tener que elegir entre proyectos de inversión con un alto valor presente, pero con flujos de caja más difíciles de valorar por parte de los accionistas por la situación de información asimétrica en que se encuentran, y proyectos con menos valor presente pero más fáciles de explicar a los accionistas que los han de valorar. Podría ocurrir también que los primeros tuvieran un mayor valor social (esto implica, por ejemplo, invertir más en capital humano o en innovación, que producen externalidades positivas, que los segundos). La dirección de la empresa puede verse obligada a prescindir de los proyectos de mayor valor presente privado y social, no porque esté en el interés de los accionistas, sino porque asimetrías de información difícilmente superables obligan a ello. En este caso, el cortoplacismo forma parte de los costes de agencia propios de las sociedades de capitales donde existe una separación entre propiedad y dirección que deriva en unos directivos mejor informados que los accionistas. Cuando quien decide coincide con quien financia la empresa, la asimetría en la información desaparece y no hay razones ni condiciones para el cortoplacismo.

Las externalidades son costes (negativas) o beneficios (positivas) que repercuten en personas distintas de las que toman las decisiones; por ello, pueden llevar a decisiones que benefician a quienes las toman, pero pueden generar pérdidas para otros que no están en condiciones de evitar. Las externalidades pueden afectar a cualquier forma jurídica de empresa, incluso a la persona física. Las consideraciones distributivas adquieren relevancia cuando algunos ganan mucho más que otros o el valor creado se distribuye desde grupos que deberían salir favorecidos a grupos que deberían salir desfavorecidos. Corregidos los problemas de información y comunicación entre accionistas y directivos, el cortoplacismo desaparecerá (los accionistas estarán de acuerdo con la propuesta de invertir en capital humano porque en valor presente también aumenta el valor de las acciones). Sin embargo,

---

cuando las asimetrías de información desaparecen, todavía es posible que directivos y accionistas tomen decisiones de maximización del beneficio o maximización del valor económico de los activos que tengan como resultado externalidades negativas o que aumenten la desigualdad económica. En este sentido, cualquier empresa o sociedad de capitales puede decidir no invertir en capital humano porque no es rentable desde el interés privado, pero sí lo sería desde el interés general, cuando se incluyen las externalidades; pero en ningún caso podría calificarse esa situación de cortoplacismo porque la decisión responde a la racionalidad individual. Se trata de un claro ejemplo de externalidades sociales que quedan fuera de los cálculos y decisiones privadas que responden al interés particular.

Los accionistas son los primeros interesados en evitar el cortoplacismo porque ello significa asegurar más proyectos que aumentan el valor económico de los activos propiedad de la sociedad. Las soluciones exigen la presencia de accionistas significativos y estables o mejoras en la gobernanza. Las externalidades, y las consideraciones distributivas, generan conflictos entre los intereses de los accionistas/sociedad de capitales y sociedad en general. El estado puede prohibir directamente que la empresa contamine, o puede subvencionar a la empresa para que invierta en capital humano; en condiciones ideales, es decir, sin restricciones financieras o problemas de información, los trabajadores estarían dispuestos a compartir costes de la inversión en formación. Las externalidades pueden traspasar fronteras nacionales y requerir coordinación entre los estados para atajarlas; las posibles pérdidas de riqueza por el cortoplacismo afectarán solo al estado donde la sociedad tenga su sede social; algo similar ocurrirá con la evasión o la optimización fiscal, una merma para las arcas públicas nacionales.

La confusión entre cortoplacismo, externalidades y consideraciones distributivas ha sido precisamente la crítica contundente que ha desencadenado el estudio sobre deberes de



---

los directivos encargado por la Comisión Europea a Ernst and Young dentro del Plan de Acción Financing Sustainable Growth-Sustainable Governance al que se refiere la nota al pie número 7 (Roe *et al.*, 2021; Ferranini *et al.*, 2021).

iii) *Confusión entre primacía de los accionistas y maximización del beneficio.* Preservar la supremacía de los accionistas a través de las propuestas de la empresa significa que la reforma deja intactos los derechos de los accionistas como beneficiarios del derecho residual de decisión y el derecho a apropiarse de la renta residual o beneficio. La primacía del accionista significa reconocer su derecho a decidir en situaciones no previstas en los contratos, no imponerle un determinado criterio a seguir en la toma de decisiones. La primacía de los accionistas es la misma cuando deciden maximizando el beneficio y cuando, en la propuesta de reforma de Hart y Zingales (2017), lo hacen maximizando la utilidad, que incluye el beneficio y el propósito, por ejemplo. La supremacía de los accionistas en la sociedad de capitales está garantizada cuando son ellos quienes deciden directamente de acuerdo con su criterio. No lo está cuando las decisiones las toman directivos que la sociedad de capitales empodera para ello, pues ahora pueden primar sus propios intereses sobre los de los accionistas. Otra situación complicada se produce cuando cada accionista tiene sus propias preferencias sobre lo que la empresa debe hacer, y estas preferencias difieren entre unos y otros. En ayuda de los directivos en situaciones como esta, la teoría económica recomienda que la empresa ajuste sus decisiones al criterio de maximizar la renta o riqueza de los accionistas, un concepto homogéneo para todos. Después, cada accionista satisface sus preferencias de consumo desde la ecuación presupuestaria que refleja la máxima riqueza factible. Si los accionistas ven a la empresa como un instrumento para conseguir algo más que riqueza personal, la complicación vendrá por cómo encontrar un consenso entre todos ellos

---

sobre qué objetivos priorizar y cuáles no. Las complicaciones operativas que pueden derivarse de estas situaciones son claras, por lo cual la utilización de la empresa para conseguir objetivos particulares de los empresarios será operativa solo cuando exista un accionista propietario o varios, pero con unas preferencias similares fáciles de agregar para la toma de decisiones.

Los accionistas ejercen su primacía al decidir si la sociedad de capitales incorpora un propósito como parte de su razón de ser o no lo incorpora. La decisión puede obedecer a razones de buena gestión empresarial, es decir, con el anuncio de un propósito, la sociedad compromete su estrategia futura o hace saber las prioridades en la toma de decisiones (Enacting Purpose Initiative <https://enactingpurpose.org/>, Henderson, 2020, Freeman *et al.*, 2020), o a razones morales. El propósito puede simplemente anunciarse, junto con la misión, la visión, los valores y la estrategia de la compañía; puede reforzarse incorporándolo a los estatutos sociales de la compañía, junto al objeto corporativo/social; o puede convertirse en un compromiso cuando la sociedad de capitales adopta la figura legal de «sociedad con propósito», como la *B-corporation* en Estados Unidos, la *società benefit* en Italia y la *société à mission* en Francia. En estas sociedades, propósito y beneficio están al mismo nivel desde el punto de vista de los deberes de diligencia y lealtad, de manera que clientes, trabajadores, inversores proveedores, actuales accionistas y equipo directivo saben que las decisiones de gestión alineadas con el propósito pueden obedecer a razones distintas de la maximización del valor económico de los activos de la sociedad.<sup>20</sup>

20 La *B-corporation* surgió en Estados Unidos con un objetivo inicial de dar seguridad jurídica a los directivos de las empresas cuando, en el ejercicio de su juicio empresarial, tomaban decisiones en «beneficio de la compañía», que algunos accionistas podían entender que atentaban contra su primacía. Con un propósito reconocido en la propia forma jurídica, el juicio empresarial de los directivos tiene más margen interpretativo y ello significa más seguridad jurídica. Fleischer (2021) es autor de un excelente trabajo sobre las implicaciones para el derecho de sociedades del propósito empresarial como concepto de gestión. Como el derecho cambia de unos países a otros, las implicaciones también. El trabajo es muy claro sobre las diferencias entre las implicaciones en EE. UU., el Reino Unido, Alemania, Francia e Italia. En el caso de Alemania, por ejemplo, la empresa con propósito

---

La British Academy (2018) y Colin Mayer (2018, 2020) dan un paso más y proponen que la ley de sociedades obligue a todas las sociedades de capitales a incorporar un propósito social en sus estatutos. La propuesta se fundamenta en que, en su

---

está plenamente integrada en la legislación general, que a su vez se inspira en la economía social de mercado como sistema político. Por el contrario, en el Reino Unido el propósito forma parte del *enlightened shareholder value* (Jensen, 2002), por el cual el propósito debe estar alineado con los intereses de los accionistas. Ferrarini y Zhu (2021) profundizan en el tema y relacionan las iniciativas alrededor de la *benefit corporation* en los países de la Unión Europea con las iniciativas de la Comisión Europea en el marco de los programas sobre crecimiento sostenible. <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/12548-ustainable-corporate-governance>. Fisch y Solomon (2021) atribuyen al propósito corporativo una función instrumental en la búsqueda por parte de las empresas de ventajas competitivas sostenidas y recomiendan que quede fuera de las regulaciones que tratan de promover políticas públicas concretas.

En España las iniciativas alrededor del propósito todavía no han llegado a la vía legislativa. El derecho mercantil distingue entre «causa» o finalidad común compartida por las personas que constituyen la sociedad (con la única restricción de que sea lícita) y «objeto social» o actividad/actividades que va a desarrollar la sociedad, lo que debe figurar expresamente en los estatutos. El código de buen gobierno corporativo vigente en España hace referencia al «interés social», como guía de las decisiones del consejo de administración de la sociedad, que define como «la consecución de un negocio rentable y sostenible a largo plazo, que promueva su continuidad y la maximización del valor económico de la empresa» (recomendación 12). El *Diccionario de la lengua española*, por su parte, define interés social como «interés común de los socios, que consiste presumiblemente en la maximización sostenida del valor económico de la empresa». La Ley 5/2021 de Sociedad de Capitales habla directamente de «interés de la empresa». Propósito es sinónimo de finalidad y, por extensión, de causa y de interés social; según el código de buen gobierno, los consejos de administración *deben* respetar la primacía de los accionistas entendida como maximizar el valor económico de la empresa (la segunda parte de la recomendación 12 aclara que se tendrán en cuenta las relaciones con los otros grupos de interés, pero subordinadas al interés social). El *Diccionario* matiza con la palabra *presumiblemente*, lo que deja la posibilidad de que pueda ser otro distinto a la maximización sostenida del valor económico de la empresa.

En nuestra opinión, la ley, el diccionario y el código de buen gobierno deberían evitar referirse indistintamente a empresa y sociedad de capitales. La empresa, como se ha señalado en la primera parte del texto, es un concepto económico en el que no cabe ni exigir ni presumir un interés común; la sociedad de capitales, en cambio, es una persona jurídica que necesita un criterio de toma de decisiones que represente el interés compartido de los socios que la financian (un mínimo denominador común necesario para ser operativa y hacer predictivo su comportamiento en las relaciones con terceros). Por ello, el código y la ley deberían hablar inequívocamente de maximizar el valor económico de los activos propiedad de la sociedad de capitales (lo que en el lenguaje económico significa maximizar el valor presente descontado de los flujos de caja generados, presentes y futuros, atribuibles a los mismos o, en el margen, invertir únicamente en proyectos con valor actual neto positivo). Maximizar el valor económico de los activos equivaldría a maximizar el valor económico de las acciones cuando la sociedad se financia solo con fondos propios o cuando el valor de la deuda está dado, es decir, cuando su valor económico no se ve afectado por las decisiones de maximización del valor de los activos. Cuando esto último no ocurre, lo que es muy frecuente, el legislador deberá elegir entre definir interés social como maximización del valor económico de los activos de la sociedad y maximizar el valor económico del patrimonio de los socios/accionistas, pues no son equivalentes. Con el criterio de maximizar el valor económico de los activos se trataría de evitar decisiones de los accionistas que, aunque destruyen el valor de los activos, aumentan el valor de las acciones a costa de que los accionistas se apropien de rentas que corresponden a los acreedores titulares de deuda (por ejemplo, asumiendo riesgos excesivos o aprovechándose de la responsabilidad limitada).

---

origen, las sociedades de capitales se creaban por prerrogativa de las coronas o los parlamentos, y siempre al servicio de alguna actividad económica que, además de ofrecer una rentabilidad privada, tuviera un claro valor social. El compromiso de crear valor social es, por tanto, la contrapartida al privilegio de poder utilizar una persona jurídica de responsabilidad limitada en actividades lucrativas privadas.<sup>21</sup> Colin Mayer es el líder intelectual del proyecto de la British Academy y en sus propios escritos propone una formulación del propósito corporativo que sirva de base a todas las empresas expresado en los siguientes términos: «producir soluciones rentables a los problemas de las personas y del planeta» y «no beneficiarse de crear problemas a las personas y el planeta». Se trata, por tanto, de cambiar el orden, de llevar la rentabilidad privada a la restricción (evitar pérdidas económicas) y de adoptar el propósito social como objetivo a conseguir. Hay, además, una segunda restricción: abstenerse de actividades cuya rentabilidad social, que incorpora también las externalidades negativas para las personas o para el planeta en la cuenta de resultados, sea negativa. En esta propuesta de reforma los accionistas mantienen el derecho a elegir el propósito concreto de la sociedad que poseen en propiedad compartida, pero por norma legal estarían obligados a elegir uno. Una vez elegido el propósito, la sociedad de capitales deberá dar cuenta pública de su grado de cumplimiento, incluidos los resultados de la contabilidad social, que tiene en cuenta los beneficios privados y los costes para la sociedad cuando se producen. Aunque hay

21 Rock (2020) lleva el debate sobre el propósito corporativo, y de manera particular las propuestas de Colin Mayer y la British Academy, a la pregunta «¿en beneficio de quién se debe gestionar la corporación en 2020?». La pregunta tiene una larga tradición en el derecho de sociedades que el autor revisa desde la perspectiva de Estados Unidos. El trabajo, muy recomendable, propone que las propuestas sobre las obligaciones y el papel de las grandes corporaciones para con la sociedad en general diferencien entre las que deben canalizarse a través del derecho societario y las que deben canalizarse por otras vías jurídicas, como el derecho laboral, mercantil o de la competencia. Strine (2020) responde a Rock con una visión más optimista sobre los beneficios colectivos que pueden derivarse del actual movimiento de reforma de la empresa.

---

progresos importantes en las métricas para imputar el coste de las externalidades a la cuenta de resultados, todavía se está lejos de la estandarización que se ha conseguido con las medidas de resultados económicos y financieros de la sociedad de capitales (Serafeim y Zochowski, 2020).

- iv) *¿Movimiento proactivo, defensivo o buena gestión?* Las propuestas de reforma que alteran sustancialmente la primacía de los accionistas de la sociedad de capitales, por ejemplo, obligando legalmente a la representación de los trabajadores en los órganos de gobierno de la sociedad, o pidiendo la nacionalización de empresas en sectores estratégicos de la economía, son relativamente minoritarias en comparación con las que respetan esa primacía. Sin embargo, en contextos de fuerte polarización política, con los consiguientes impasses legislativos a que da lugar y a la vista de sucesos que parecían imposibles pero que al final se han producido —elección de Trump, Brexit—, las propuestas más radicales se contemplan como más plausibles y pueden percibirse como una amenaza a la libre empresa. Cuando eso ocurre, podría estar en el interés de las propias empresas anunciar a bombo y platillo propósitos de enmienda y demostraciones públicas en las que se comprometen con comportamientos más alineados con el interés general, pero únicamente porque con ello pretenden frenar movimientos políticos de reforma mucho más radicales.

Los movimientos a favor de las finanzas sostenibles y la obligatoriedad de publicar información sobre ESG y en general sobre resultados no financieros de la sociedad obedecen en gran parte a razones de mercado, a las que las sociedades de capitales responden con actuaciones propias de una buena gestión (criterios de beneficio privado). En estos momentos el cambio climático ya permite elaborar escenarios centrales de estados de la naturaleza con una probabilidad suficientemente alta y fiable para que la buena gestión, es decir la maximización

---

zación del valor de los activos, tenga en cuenta ese escenario y otros de igual naturaleza. Cuando un banco concede un crédito a una sociedad de capitales, la evaluación del riesgo medioambiental de la operación, en el momento actual, está justificada desde la buena gestión bancaria, pues se trata de un riesgo más de la operación. Las regulaciones que piden a las empresas que informen más y mejor sobre resultados no financieros mejorarán la evaluación de los riesgos por parte de quienes se relacionan con ellas en un entorno nuevo en cuanto a riesgos medioambientales y sociales que están afectando al mundo de los negocios. El mercado cumple la función de proporcionar precios (como los de emisiones de CO<sub>2</sub>) u otras señales a las que las empresas están obligadas a responder por razones comerciales, no morales. Algunos trabajos académicos proporcionan resultados, aunque dispares, sobre la capacidad de los mercados para forzar a las empresas a internalizar alguna de las externalidades que la ESG pretende que se internalicen (Christensen *et al.*, 2020; Krueger *et al.*, 2021) Por último, cuando las empresas responden a preferencias reveladas de carácter prosocial de las personas que se relacionan con ellas, ya sea como clientes, trabajadores o inversores, su actuación forma parte de la buena gestión y raramente podrán calificarse como de socialmente responsables. La empresa bien gestionada desde la racionalidad individual debe adaptarse a los cambios del entorno para asegurar ser viable financieramente y asegurar su supervivencia. El cambio en el comportamiento de las personas que se relaciona con la empresa como consecuencia de la evolución prosocial de sus preferencias beneficiará a todos porque ayudará a la internalización de efectos externos no deseados (por ejemplo, reciclando más, consumiendo de forma más responsable). Las empresas se adaptarán a esos cambios para responder a las nuevas demandas y su comportamiento también será más prosocial, y a cambio recibirán una recompensa en forma de más ventas o

---

ingresos. Si alguien merece el calificativo de persona socialmente responsable son los ciudadanos que pagan precios más altos por consumir productos o servicios más respetuosos con el medio ambiente, o por comprar productos de empresas que pagan salarios más altos a los trabajadores. Las empresas simplemente se adaptan a un mercado cambiante y no necesitan cambiar sus preferencias, es decir pueden seguir operando con el criterio de maximizar el beneficio, solo ajustar sus estrategias y políticas a las demandas del nuevo entorno.

- v) *Imprecisiones en la definición de conceptos clave en las propuestas de reforma, particularmente, grupo de interés (stakeholder) y propósito.* Este punto se desarrolla con más detalle y con una exposición analítica en el anexo. La exposición se apoya en la teoría de los derechos de propiedad aplicada a explicar la asignación de los derechos de propiedad sobre los activos no humanos. Con ello se conecta con las propuestas de gestión y buen gobierno de la empresa que se desarrollan en las áreas cercanas de la dirección estratégica y a su forma de tratar la relación de la empresa con sus grupos de interés. Uno de los objetivos de la exposición es clarificar el concepto de grupo de interés diferenciando entre los que llamamos «interesados estratégicos» y el resto de interesados. Interesados estratégicos son aquellos individuos o grupos cuyo bienestar se ve alterado por las decisiones de la empresa y, a la vez, tienen capacidad de respuesta y de tomar decisiones que a su vez influyen en los resultados de la empresa. El resto de interesados son aquellos cuyo bienestar se ve alterado por las decisiones de la empresa, pero que no están en condiciones de reaccionar y responder a las mismas. Los interesados estratégicos incluyen a los trabajadores que realizan inversiones en capital específico a la relación que tienen en la empresa. Un ejemplo de interesado no estratégico son las generaciones futuras, que ven mermadas sus posibilidades de consumo y bienestar por

---

decisiones de producción y consumo de la generación actual. La relación con interesados estratégicos obliga a la empresa a gestionar la relación tomando decisiones que tengan en cuenta la reacción a las mismas de los afectados (la falta de confianza de los trabajadores hacia la empresa puede frustrar la inversión en capital humano específico). La relación de la empresa con los interesados no estratégicos es asimilable a la que se produce, cuando hablamos de efectos externos en una dirección, desde la empresa hacia colectivos ajenos a la colaboración empresarial. La empresa tiene margen de discrecionalidad para elegir cómo actuar frente a los interesados pasivos, al igual que ocurre frente a las externalidades. Por ejemplo, limitándose a cumplir las leyes, siendo benevolente e interiorizándolas más allá de lo que exige la ley o, simplemente, ignorándolas si la ley lo permite. A los interesados estratégicos no se les puede ignorar y en el anexo se muestran algunos ejemplos de decisiones empresariales que implican a interesados estratégicos en juegos competitivos.

- vi) *¿Cómo inciden las reformas en los objetivos sociales que se espera conseguir?* Las propuestas de reforma de la empresa tienen como objetivo final contribuir a una sociedad más próspera, sostenible e inclusiva. Sin embargo, no es habitual que las propuestas de reforma vayan acompañadas de un análisis pormenorizado sobre cómo esperan impactar en estos objetivos sociales. Un aspecto importante en este sentido es reconocer que acabar con las externalidades negativas que se producen como parte de la actividad de producción y consumo requiere una actuación coordinada de todos los actores que contribuyen a la externalidad. Si una empresa contamina menos, pero otra contamina más, la situación general puede empeorar en lugar de mejorar. La formulación del propósito corporativo puede formularse en unos términos tan generales que no compromete a nada. El equilibrio del juego entre interesa-



---

dos estratégicos no garantiza ni menos externalidades ni una distribución de la renta más inclusiva. Por otra parte, el precio del CO2 en el mercado de emisiones, una solución de mercado tutelado al problema de las externalidades por contaminación medioambiental, será mucho más efectivo para avanzar hacia la descarbonización que frases más o menos ingeniosas sobre el propósito de las empresa incluidas en los informes anuales de gestión. Las llamadas finanzas sostenibles en muchos casos no son más que el reconocimiento de riesgos medioambientales o sociales por quienes tienen que decidir si financian un proyecto o una empresa o no lo hacen. En ningún caso está garantizado que la decisión final internalice otras externalidades que no influyen sobre el coste o riesgo de la operación, ni tampoco que las decisiones individuales sobre los activos a financiar y bajo qué condiciones lleven a un óptimo social. No se deben minusvalorar los problemas de coordinación de las decisiones individuales, ni siquiera en el supuesto hipotético de que todos los actores económicos renunciaran al interés particular y los sustituyeran por el bien común.

Las propuestas de reforma de la empresa tampoco suelen ser muy explícitas en su impacto sobre la desigualdad económica y la inclusión social. La empresa societaria reparte el valor añadido generado en la producción entre retribución al trabajo y renta del capital. La renta del trabajo se reparte entre muchos trabajadores, aunque desigualmente, mientras que el resto del valor añadido puede cobrarlo una sola persona si es la única que financia el capital utilizado en la producción. La evidencia dice que la propiedad de las acciones emitidas por las sociedades de capitales está muy concentrada. Por ello, la sociedad de capitales, al repartir el beneficio entre unos pocos accionistas, contribuye a la desigualdad económica más que otras formas jurídicas, como por ejemplo la cooperativa de trabajadores. Los emprendedores de éxito en el mercado pueden acumular grandes fortunas a través de la innovación; la

---

sociedad se beneficia de la innovación, pero la desigualdad en la distribución de la renta se resiente negativamente. Los altos directivos de las sociedades de capitales reciben salarios muy altos y proporcionales al volumen de activos de la sociedad que gestionan, porque sus decisiones tienen un gran impacto en el valor económico de los activos que reciben el encargo de gestionar. En la cooperativa, el beneficio o excedente se reparte por igual entre todos los socios trabajadores y, en general, es una forma jurídica que genera menos desigualdad económica que la sociedad de capitales (las diferencias entre salarios más altos y más bajos son menores que en las sociedades de capitales, en parte porque los socios trabajadores de las cooperativas son más homogéneos en sus habilidades y competencias, y la función directiva está más diluida por el trabajo desarrollado en equipos autónomos de trabajo y muy pocos niveles jerárquicos).

Se sabe poco sobre cómo influir en la distribución de la renta de mercado, prerredistribución, y con ello reducir la desigualdad económica. Se sabe más sobre cómo reducir la desigualdad de renta y riqueza y mejorar la inclusión social a través de los impuestos y la provisión por el estado de servicios públicos de acceso universal. Una vez más, el estado, si impide la evasión fiscal, puede hacer mucho más en favor de la inclusión y la reducción de la desigualdad que cualquier reforma de la empresa. Otra cosa distinta es que, por la globalización y las posibilidades que ofrecen las nuevas tecnologías, la recaudación fiscal de los estados nacionales se reduzca sensiblemente y se confíe más en la pre-redistribución, donde la empresa puede influir, que en la redistribución a la hora de combatir la desigualdad y mejorar la inclusión.

Finalmente, en cuanto a cómo afectan las propuestas de cambio y reforma de la empresa a la prosperidad y, más concretamente, a la productividad del trabajo y la productividad total de los factores, la vía más clara es la que pasa por aquellas

---

reformas que facilitarán la acumulación de activos intangibles por parte de las empresas, y las reformas que adaptan la gestión interna a las características singulares de estos activos (Haskel y Westlake, 2018). Si la sociedad de capitales que facilitó la acumulación de los activos tangibles cuando eran el activo estratégico de las empresas fuera un impedimento para la acumulación de activos intangibles, una de las razones que justificarían la sustitución de las mismas por otras formas de propiedad colectiva y de gobernanza (cooperativa de trabajadores, participación de los trabajadores en el gobierno de la empresa, los directores como fidecomisos en lugar de agentes de los accionistas) sería la de mejorar la eficiencia productiva favoreciendo la acumulación de activos intangibles. En todo caso, el objetivo de la eficiencia productiva está alineado con las ganancias privadas, la competitividad y los beneficios. Es de esperar que la dinámica del mercado y la racionalidad individual operen en la misma dirección impulsando la adopción de formas de propiedad y gobierno empresarial que mejor se adapten a las realidades tecnológicas y productivas del momento. Si ello no ocurre o se produce de forma más lenta que la socialmente deseable (porque hay perdedores entre quienes ostentan el poder de decisión y capturan las rentas en el *statu quo*, por ejemplo), habrá que encontrar las formas más adecuadas de desbloquear la situación. En este sentido, la sustitución del propósito en el lugar del beneficio puede ayudar si con ello se consiguen relaciones de confianza mutua entre interesados estratégicos que no son posibles con la maximización del beneficio, en línea con lo que se apunta en el anexo. Cuando se trata de valorar las reformas es necesario también ver la compatibilidad entre los tres objetivos de prosperidad, sostenibilidad e inclusión: ¿existe algún límite en la redistribución de la renta y la riqueza para que no se alteren los resultados en términos de eficiencia y productividad? ¿Contribuye a la exclusión social, es decir, perjudica más a los colectivos

más vulnerables, la corrección de las externalidades por la vía de los precios y el mercado, como los actuales precios del CO2? ¿Se debe sacrificar eficiencia desmembrando los nuevos monopolios naturales que emergen en los sectores con economías de escala y de red?

Cuadro 3. Dimensiones del debate alrededor de la empresa y su reforma

<b>PUNTOS DE FRICCIÓN</b>	<b>IMPLICACIONES PARA EFICIENCIA Y EQUIDAD</b>	<b>ACTUACIONES CORRECTORAS</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Conflictos entre accionistas y directivos, entre accionistas y acreedores y entre accionistas mayoritarios y minoritarios en sociedades de capitales</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Costes de agencia</li> <li>• Ineficiencias en la inversión en capital productivo</li> <li>• Sesgos hacia proyectos de inversión fáciles de controlar</li> <li>• Riesgos excesivos</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Más implicación activa de los accionistas en el control sobre las decisiones de directivos</li> <li>• Normas de conducta para fondos de inversión</li> <li>• Mejorar la gobernanza tradicional (directores-agentes)</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Relaciones de poder del capital sobre el trabajo por la naturaleza de la relación de empleo (contrato incompleto) y su gobernanza (jerárquica-capital)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Conflictos, altos costes de negociación y de gestión</li> <li>• Desigualdad económica</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Reformas laborales adaptadas a la economía digital</li> <li>• Representación de trabajadores en órganos de gobierno (norma legal)</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Relaciones estratégicas con grupos de interés por inversiones específicas</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ineficiencia (pérdida de riqueza potencial) por falta de inversión en prevención de <i>hold-up</i></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Nueva gobernanza, con reforzamiento de la confianza en apoyo de los contratos incompletos</li> <li>• Directores/fidecomisos de la gobernanza bilateral y trilateral</li> </ul>

<b>PUNTOS DE FRICCIÓN</b>	<b>IMPLICACIONES PARA EFICIENCIA Y EQUIDAD</b>	<b>ACTUACIONES CORRECTORAS</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Externalidades negativas (medioambientales, consumo de capital natural, impacto en las comunidades locales, cierre y apertura de actividad)</li> <li>• Externalidades positivas (innovación, formación)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ineficiencias: pérdida de bienestar para quienes soportan las externalidades negativas, y pérdida de oportunidad por insuficientes externalidades positivas</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Transparencia (voluntaria o por exigencia legal)</li> <li>• Conciencia cívica y presión del «mercado»</li> <li>• Regulaciones y leyes estatales (coordinación internacional)</li> <li>• Propósito y RSC</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Concentración/monopolización de mercados</li> <li>• Concentración de poder e influencia política de las corporaciones</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ineficiencias por falta de innovación, dinamismo empresarial, bajo crecimiento y productividad</li> <li>• Desigualdad económica</li> <li>• Pérdida de privacidad</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Actuación (coordinada internacionalmente) de los órganos de defensa de la competencia</li> <li>• Regulación de las condiciones de acceso y de las conductas</li> <li>• Fiscalidad</li> </ul>

Fuente: elaboración propia

El cuadro 3 resume las principales ideas que surgen de relacionar las propuestas sobre la reforma de la empresa (cuadro 2) con los objetivos que se desean conseguir teniendo en cuenta los cambios en el entorno (cuadro 1). Se parte de las fricciones que justifican algún tipo de intervención, se señalan las consecuencias no deseadas de las fricciones y se termina, tercera columna, con algunas acciones correctoras.

## Conclusión

En los últimos años hemos asistido a un movimiento político, social e incluso empresarial que cuestiona el criterio de maximización del beneficio con el que supuestamente las empresas toman sus decisiones de asignación de recursos, y que propone sustituirlo por otros referentes, como la empresa socialmente responsable, la empresa orientada

---

a los grupos de interés y la empresa con propósito. La propuesta de cambio surge en un contexto donde el deterioro medioambiental ya no es una amenaza para el bienestar de las generaciones futuras, sino una realidad para las presentes, y donde la desigualdad económica amenaza la paz social. Con el cambio en los criterios de decisión empresarial y los consecuentes cambios resultantes en las conductas empresariales, se aspira a que la empresa se implique directamente en conseguir los objetivos de sostenibilidad e inclusión social que tiene plantados el conjunto de la sociedad, tradicionalmente considerados ajenos a la racionalidad individual de la que la maximización del beneficio sí forma parte. Por esta razón, la empresa se incorpora de pleno derecho al ámbito de la economía política, reservado hasta ahora a la intervención del estado en la economía como garante del interés general, y al que protege de las consecuencias no deseadas de las conductas que responden a intereses particulares.

Este texto, escrito con motivo de mi investidura como doctor *honoris causa* por la Universidad Autónoma de Barcelona, tiene como objetivo principal recopilar algunas de las propuestas de cambio y reforma de la empresa, y valorarlas desde una triple perspectiva: la de la teoría económica, que proporciona una explicación de la empresa desde el análisis positivo; la de los cambios en el entorno, que suponen nuevas restricciones para el comportamiento empresarial, de manera que con el mismo criterio de maximizar el beneficio pueden obtenerse resultados individuales y colectivos distintos; y la de los resultados colectivos que se quieren conseguir, es decir, si las propuestas de cambio y reforma de la empresa conseguirán razonablemente los objetivos de prosperidad, sostenibilidad e inclusión a los que aspira el conjunto de la sociedad.

El trabajo reivindica la relevancia de la teoría económica de la empresa para determinar la compatibilidad entre la racionalidad individual, que determina los resultados colectivos desde el comportamiento guiado por el interés particular, y la racionalidad colectiva, que pro-

---

porciona los estándares sociales con los que cotejar los resultados desde la racionalidad individual. Más concretamente, el análisis positivo de la empresa explica la evolución hacia una economía dominada por sociedades de capitales que ocupan un lugar central en las relaciones que definen la empresa, y donde la maximización del beneficio es la hipótesis de comportamiento más realista, teniendo en cuenta que el beneficio retribuye al empresario y al capital. La pregunta pertinente es si la gobernanza de los contratos incompletos, característicos de la empresa, a través de la sociedad de capitales es el adecuado o no para una empresa guiada por el propósito, por ejemplo. Y, en función de la respuesta, debemos preguntarnos también qué otras formas de gobernanza de los contratos incompletos (la bilateral o la trilateral, la sociedad de personas en lugar de la sociedad de capitales) se adaptan mejor al propósito cuando sustituye al beneficio como criterio de decisión. Finalmente, si otras formas de gobernanza son necesarias para la empresa con propósito y por qué están tan poco extendidas en el tejido empresarial.

La teoría económica ayuda a distinguir mejor entre, de un lado, las debilidades de la sociedad de capitales al complicarse el ejercicio de los derechos de propiedad cuando se separa la propiedad de la dirección y el accionariado es mayoritariamente flotante, resumidas coloquialmente como la trampa del cortoplacismo; y, del otro, las externalidades medioambientales y sociales de las decisiones de asignación de recursos bajo el criterio de maximizar el beneficio, que ocurren sea cual sea la forma jurídica y para cualquier estructura de propiedad, incluso la propiedad familiar, donde propiedad y dirección coinciden. Finalmente, la exposición teórica distingue entre el «interesado (*stakeholder*) estratégico» y el «interesado pasivo», cuando habitualmente se confunden. El interesado estratégico aparece en las relaciones de la sociedad de capitales con otros propietarios de recursos, donde las decisiones de cada parte afectan a los resultados de la otra. Los interesados pasivos pertenecen al dominio de las externalidades, donde las decisiones de la sociedad de capitales afectan a terceros sin que estos

---

estén en condiciones de reaccionar (el ejemplo más claro es el impacto del deterioro medioambiental por las decisiones empresariales de hoy en el bienestar de las generaciones futuras).

El texto detecta cambios en el entorno de las empresas y de la economía en general que pueden explicar el porqué de una determinada especialización en las responsabilidades ante la sociedad de las principales instituciones de una economía social de mercado: el estado, el mercado y la organización-empresa. En este sentido, mientras las externalidades y la desigualdad económica se determinan por decisiones de producción, intercambio y consumo de ámbito nacional, los estados nacionales tienen capacidad para intervenir con regulaciones, impuestos y políticas sociales con el objetivo de corregir las consecuencias no deseadas de la racionalidad individual maximizando el beneficio, por ejemplo. Metodológicamente se procede tomando la racionalidad individual y el comportamiento interesado como un dato y, a partir de ahí, preguntándose cómo conseguir modificar, a través de intervenciones públicas, las restricciones de los agentes y llevarlos a decisiones mejor alineadas con el interés general (nótese que no se pretende influir cambiando las preferencias de los agentes, sino alterando las restricciones). El trabajo conjetura que la globalización de las externalidades y la desigualdad económica debilitan a los gobiernos nacionales en su capacidad de actuación (incluso aparecen conductas propias de «pasajero sin billete»), sin que exista una fuerza política supranacional con suficiente capacidad coercitiva que los sustituya. Incorporar la empresa dentro de la economía política se interpreta como evidencia de la incapacidad del estado para cumplir la función social que tradicionalmente se le reconoce de defensor de los intereses colectivos. Ahora bien, sí se trata de cambiar las conductas individuales apelando a que las personas cambien los criterios de decisión y sus preferencias sin modificar las restricciones. Se pide a los responsables de las decisiones en la empresa que asuman un propósito, no porque se mejore el beneficio privado (ganar dinero haciendo el bien, que sería compatible con el interés particular), sino



---

por obligación moral y como soporte imprescindible para asegurar la sostenibilidad del planeta.

Entre los cambios en el entorno, el trabajo también destaca los que se producen por el cambio tecnológico (economías de red que favorecen una elevada concentración de mercados globales) y por los cambios en la naturaleza de los activos que se utilizan en la producción y el intercambio, con un peso creciente de los activos de naturaleza intangible en detrimento de los tangibles. Existen razones económicas, desde la racionalidad individual, para creer que la propiedad y la gobernanza de los activos intangibles pueden y deben ser distintas a las de los activos tangibles. Por ello, si bien la sociedad de capitales se ha demostrado una persona jurídica eficaz para impulsar la acumulación de capital tangible, en un mundo dominado por los intangibles podría dejar de serlo. La cuestión es cuáles son las alternativas y cómo se realiza la transición desde la economía de los tangibles a la de lo intangible. Lo que se espera de la acción colectiva del estado en esta situación no es que actúe coercitivamente para evitar externalidades negativas, sino que actúe como coordinadora de ese tránsito. En la economía de lo intangible, la renuncia de las empresas a la maximización del beneficio puede estar justificada como una forma de generar confianza en contextos de colaboración donde es necesario combinar contratos incompletos e implícitos a la vez. Finalmente, el trabajo apunta a los retos para la defensa de la competencia, responsabilidad del estado, de los cambios tecnológicos que favorecen la concentración de los mercados por razones «naturales» y no por la creación de barreras estratégicas a la entrada.

En tercer lugar, incluso bajo el supuesto de que se generalizara la sustitución del beneficio por el propósito, en relación con la pregunta de si las propuestas de reforma aseguran que colectivamente se corregirán las externalidades medioambientales y sociales o no, el texto se decanta por una respuesta negativa. La razón es que, suponiendo que se consiga cambiar la motivación individual del interés particular al bien común, todavía queda pendiente un gran problema de coordinación de las de-

---

cisiones individuales para el que no tenemos una solución contrastada. En la economía que conocemos y que enseñamos a nuestros alumnos, los precios cumplen una función clave de coordinación de las decisiones individuales que responden a la racionalidad individual (maximizar beneficios por parte de las empresas y maximizar la utilidad por parte de los consumidores). Si la racionalidad individual se convierte en una conducta que responde a principios morales, ¿seguirán formándose precios en los mercados que coordinen las decisiones para que oferta y demanda se igualen y los agentes no incurran en pérdidas que no pueden asumir? Por ejemplo, la empresa con propósito debe ayudar a resolver los problemas del planeta y de las personas de forma rentable; pero, ¿qué ocurre cuando las soluciones rentables no existen?

En nuestra opinión, la propuesta que subyace entre los reformistas del sistema, de implicar directamente al estado, al mercado y a la empresa en la consecución del bien común, incluso en el supuesto de que pudiera asegurarse la racionalidad individual, sin distinguir entre responsabilidades directas, las del estado, y las indirectas, las del mercado y de la empresa, puede pecar de optimista y dejar fuera de foco otras propuestas más realistas y eficaces. Si las externalidades son globales, las respuestas institucionales deben ser también globales. La presión social de las personas sobre sus gobernantes debe ser en la dirección de acuerdos y pactos, acompañados de medidas coercitivas si hace falta, entre estados nacionales y supranacionales, como la Unión Europea, por ejemplo, con objetivos claros de sostenibilidad e inclusión a escala planetaria. En este camino ayudará que, a través del mercado, las personas, actuando como clientes, trabajadores, inversores o ciudadanos, presionen para que las empresas acompañen a las iniciativas públicas apoyándose en ellas para identificar cuáles son las prioridades y acomodar a ellas el comportamiento individual (por ejemplo, pagando impuestos con los que se contribuye a la inclusión social). El peor escenario, en nuestra opinión, es que, bajo el argumento de que la responsabilidad de conseguir el bien común se ha trasladado a las empresas, y estas están en disposición y condiciones

---

de conseguirlo por la vía del mercado, los estados se replieguen en su función de defensores del bien común.

Como corolario final, los debates alrededor de la reforma de la empresa, por sí mismos o como parte de un debate más amplio sobre el presente y el futuro del capitalismo, plantean a los economistas interrogantes sobre la enseñanza de la economía. Personalmente creo que las enseñanzas sobre la teoría económica de la empresa como institución, algunos de cuyos fundamentos se han esbozado en este texto, no están suficientemente presentes en los actuales planes de estudio. En cambio, la visión dominante de la empresa en la teoría económica, entre nuestros estudiantes, sigue siendo la de la empresa representada por unas posibilidades de producción y un criterio para elegir entre ellas. Me pregunto cuán preparados están nuestros estudiantes para participar de forma rigurosa en el debate colectivo sobre el presente y el futuro de la empresa como institución económica.

### **Anexo. Empresa, propósito y grupos de interés**

Las palabras clave en las propuestas de reforma de la empresa incluyen grupos de interés (*stakeholders*), propósito y creación de valor social. Una definición aceptada de interesado es la de «persona o grupo que puede verse afectado o puede afectar la consecución de los objetivos de la organización» o «cualquier grupo o persona individual cuyo apoyo continuado es necesario para la existencia y salud de la compañía» (Freeman *et al.*, 2020: 9). En la práctica, la lista de afectados o esenciales distingue entre directos, como clientes, trabajadores, proveedores y financiadores (accionistas, bonistas, bancos), e indirectos, el planeta (capital natural, medioambiente), la comunidad o la sociedad en su conjunto.

El propósito admite más definiciones, algunas ya adelantadas en el texto principal. El Manifiesto de Davos 2020: El propósito universal

---

de una empresa en la Cuarta Revolución Industrial, confunde propósito con gestión orientada a todos los grupos de interés:

El propósito de una compañía es involucrar a todos sus grupos de interés en la creación de valor compartido y sostenido. Al crear dicho valor, una empresa sirve no solo a sus accionistas, sino a todas sus partes interesadas: empleados, clientes, proveedores, comunidades locales y la sociedad en general. La mejor manera de comprender y armonizar los intereses divergentes de todas las partes interesadas es a través de un compromiso compartido con las políticas y decisiones que fortalecen la prosperidad a largo plazo de una compañía.

M. Edmans (2020), en su libro *Grow the Pie*, compara la conducta y los resultados para las empresas si se comportan maximizando el valor social creado (aumentar el tamaño de la tarta) y si maximizan su beneficio (tratar de conseguir más tamaño de una tarta que no crece). El valor social que la empresa contribuye a crear incluye, además de los beneficios de los financiadores-inversores, la calidad de vida de los trabajadores, el excedente de los clientes, el excedente de los proveedores, la renovación del medio ambiente, la vitalidad de las comunidades y los impuestos de los gobiernos. Agregando esos valores parciales se obtiene el *valor creado social*, que, en síntesis, equivale a la diferencia entre la utilidad social conjunta para el colectivo de financiadores-inversores e interesados que la empresa contribuye a crear con sus activos, y el coste social de oportunidad de los recursos propios y ajenos consumidos para crear la utilidad social. Crear valor social y aumentar los beneficios son dos objetivos compatibles en muchas situaciones, pero no siempre. En caso de conflicto, maximizar el valor social debe prevalecer siempre por obligación moral (se rechaza expresamente su utilización instrumental).

En su libro, Edmans se refiere también al propósito de la empresa como herramienta de gestión. El propósito estará relacionado con el objeto social, pero no coinciden exactamente. El objeto social especifica las actividades a las que la empresa se dedicará, las necesidades que prevé

---

satisfacer y, por tanto, de dónde obtendrá los ingresos; el propósito añade al servicio de quién se crea la empresa y a qué colectivo de interesados, además de los financiadores-inversores, quiere servir.

Resulta esclarecedor ver cómo las empresas traducen en la práctica la formulación de su propósito. Fleischer (2021: 9) da algunos ejemplos de propósito entre empresas alemanas: Lufthansa: «We connect the countries of Europe with each other and Europe with the World»; Mercedes Benz: «First Move the World»; RWE: Our Energy for a Sustainable Life»; Adidas: «Through sport we can change lives»; Bayer: «Science for a Better Life». Otros ejemplos en la misma línea: Mastercard: «Connecting Everyone to Priceless Possibilities»; Novo Nordisk (estatutos): «The Company's objectives are to carry out research and development and to manufacture and commercialize pharmaceutical, medical and technical products and services as well as any other activity related thereto as determined by the Board of Directors. The Company strives to conduct its activities in a financially, environmentally, and socially responsible way». Nestlé (estatutos): 1. The purpose of Nestlé is to participate in industrial, service, commercial and financial enterprises in Switzerland and abroad, in particular in the food, nutrition, health, wellness and related industries. 2. Nestlé may itself establish such undertakings or participate in, finance and promote the development of undertakings already in existence. 3. Nestlé may enter into any transaction which the business purpose may entail. Nestlé shall, in pursuing its business purpose, aim for long-term, sustainable value creation.

Definiciones, todas ellas, muy generales y ambiguas que bien podrían servir de definición del objeto social de la sociedad.

En la práctica, las empresas usan el propósito corporativo como herramienta de gestión, principalmente para señalar la empresa que se quiere ser, es decir, como instrumento de diferenciación competitiva con poca consideración por las implicaciones legales que pudieran

---

derivarse de ese uso. Como ejemplo ilustrativo, Iberdrola, en su página web, define su propósito en los siguientes términos: «Continuar construyendo, cada día y en colaboración, un modelo energético más eléctrico, saludable y accesible». Esta frase, en nuestra opinión, podría formar parte del objeto social de la compañía y no transmite ninguna duda sobre el interés social. Enunciado de esta forma, el llamado propósito es compatible con los administradores de Iberdrola gestionando los activos de la sociedad con el criterio de hacer máximo su valor económico, sujeto a las restricciones (si se pueden traducir en algo práctico, lo que no parece fácil) de «más eléctrico, saludable y accesible»). Sin embargo, la compañía en su página web acompaña «nuestro propósito» con un comentario, fuera de la definición del propósito, que dice: «comprometidos con un modelo energético que prioriza el bienestar de las personas y la preservación del planeta». ¿Está Iberdrola afirmando que el interés social de la compañía es maximizar el bienestar de las personas y del planeta renunciando a la maximización del valor económico de los activos? ¿Ha cambiado los estatutos para dejar claro a todos los que se relacionan con ella que no sigue la recomendación del código de buen gobierno vigente en España? Para que esta manifestación pública fuera vinculante, además de incorporarse a los estatutos de la sociedad, debería precisar prioritario con respecto a qué y concretamente si los administradores están autorizados a gestionar los activos de la sociedad en beneficio de las personas y del planeta, aunque ello signifique reducir su valor económico.

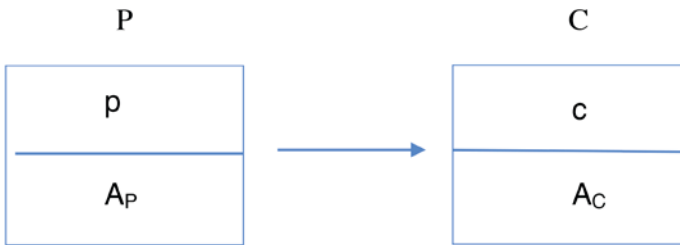
Con estos antecedentes nos parece necesario profundizar en el significado de grupos de interés y propósito incorporándolos como parte de la teoría de la empresa procedente de la teoría de los derechos de propiedad. El texto complementa otros anteriores sobre cómo los costes de transacción interfieren en la gobernanza orientada a los grupos de interés (Salas-Fumás, 2021a) y sobre el propósito como ventaja competitiva (Salas-Fumás, 2021b). La exposición se centra en los llamados en el texto principal «interesados estratégicos», es decir, parti-

---

participantes en la acción colectiva cuyas decisiones individuales influyen en los resultados propios y en los resultados de los demás.

### Modelo formal

El modelo considera dos procesos tecnológicamente separados, uno de los cuales, P (proveedor), produce un output que es un input para el otro C (cliente). Cada proceso cuenta con una dotación inicial de activos tangibles  $A_P$  y  $A_C$ . Existen dos momentos en el tiempo, el 1, cuando proveedor y cliente invierten en capital humano en cantidades  $p$  y  $c$ , respectivamente, y el 2, cuando se produce la transacción entre ambos y se aprovechan los recursos de cada uno para crear valor. En el supuesto inicial, las cantidades de capital humano son información privada de P y C y, por tanto, no son contratables. En el momento 1, cuando se ha de decidir sobre la cantidad a invertir, no es posible anticipar las contingencias que pueden ocurrir en el periodo 2, por lo que las contrapartidas para P y C, si se culmina la transacción, se acordarán de forma negociada en ese momento.



Definimos,

$v(p, c; A)$  = valor creado por el conjunto de todos los activos si se completa la transacción.

---

$v_P(p; A_P)$  = valor creado por los activos de P en el momento 2 si se asignan a usos distintos a los de la transacción inicial para la que estaban previstos. Igual  $v_C(c; A_C)$  para C.

Los capitales humanos de P y C son *complementarios* en el sentido de que la contribución al valor creado de aumentar la inversión en uno aumenta con la cantidad invertida del otro:  $\frac{\partial}{\partial s} \left( \frac{\partial v}{\partial p} \right) \geq 0$ ,  $\frac{\partial}{\partial p} \left( \frac{\partial v}{\partial s} \right) > 0$ . La contribución marginal del capital humano al valor creado aumenta con la cantidad de capital intangible:  $\frac{\partial v}{\partial p} \left( \frac{\partial v_P}{\partial p} \right)$  son crecientes en A.

Los costes de la inversión en 1 son  $p$  y  $c$ , de manera que el valor neto creado con la inversión es,

$$V = v(p, c; A_P, A_C) - p - c \quad (1)$$

Supongamos que existen valores positivos de  $p$  y  $c$  para los cuales el valor neto creado total en (1) es positivo y, por tanto, existen potenciales incentivos económicos positivos a invertir.

Para valores dados de inversión en capital humano se cumple que el valor conjunto creado con los activos si se completa la transacción entre P y C es mayor o igual que la suma de valores creados si P y C dedican los activos a la mejor alternativa:

$$v(p, c; A_P, A_C) \geq v_P(p; A_P) + v_C(c; A_C) \quad (2)$$

Con esta condición es deseable que P y C lleguen a un acuerdo para completar la transacción, que incluye cómo se repartirán el valor creado conjuntamente. Supongamos que el acuerdo sobre el reparto asigna a cada parte lo que puede conseguir en la mejor alternativa si no hay acuerdo (menos no lo aceptaría) más la mitad de la ganancia incremental con el acuerdo (solución negociada de Nash con igual poder negociador):



---


$$S_P = v_P(p; A_P) + \frac{1}{2} \left( v(p, c; A_P, A_C) - (v_P(p; A_P) + v_C(c; A_C)) \right) \quad (3)$$

$$S_C = v_C(c; A_C) + \frac{1}{2} \left( v(p, c; A_P, A_C) - (v_P(p; A_P) + v_C(c; A_C)) \right)$$

Para estos pagos en el momento 2 anticipados en el momento 1, los beneficios de la inversión para P y C son:

$$\Pi_P = S_P - p = v_P(p; A_P) + \frac{1}{2} \left( v(p, c; A_P, A_C) - (v_P(p; A_P) + v_C(c; A_C)) \right) - p \quad (4)$$

$$\Pi_C = S_C - c = v_C(c; A_C) + \frac{1}{2} \left( v(p, c; A_P, A_C) - (v_P(p; A_P) + v_C(c; A_C)) \right) - c$$

Proveedor y cliente invertirán si existen valores de  $p$  y  $c$  para los cuales los beneficios anticipados en (4) son no negativos. En todo caso, los incentivos a invertir no son los mismos a partir de (1), valor total creado sin tener en cuenta el reparto del valor creado, que a partir de (4), cuando la decisión depende de los beneficios particulares. La maximización del valor creado a partir de (1) implica las siguientes condiciones de óptimo:

$$\frac{\partial v}{\partial p} = 1; \quad \frac{\partial v}{\partial c} = 1$$

Por otra parte, la maximización por separado del beneficio de P y C en (4) da lugar a las siguientes condiciones de equilibrio de Nash:

$$\frac{1}{2} \frac{\partial v}{\partial p} + \frac{1}{2} \frac{\partial v_P}{\partial p} = 1; \quad \frac{1}{2} \frac{\partial v}{\partial c} + \frac{1}{2} \frac{\partial v_C}{\partial c} = 1$$

puesto que, por las hipótesis de partida (complementariedad entre capital humano y no humano), se cumple que  $\frac{\partial v}{\partial p} \geq \frac{\partial v_P}{\partial p}$ . Por tanto, en general, las decisiones de inversión en capital humano, valores de  $p$  y  $c$ , que resultan de la maximización por separado del beneficio por parte de P y C, serán inferiores a los que resultan de la maximización conjunta de la riqueza creada.

---

## Discusión

Proveedor y cliente tienen recursos comprometidos en la transacción y, por tanto, pueden considerarse *stakeholders* de la colaboración. Además, las decisiones de inversión de cada uno afectan a los beneficios propios y a los de la otra parte, por lo cual podemos hablar de que la colaboración está afectada por la presencia de externalidades. Bajo las limitaciones impuestas por los supuestos sobre las condiciones bajo las cuales transcurre la relación, las decisiones de inversión en capital humano serán subóptimas o incluso puede ocurrir que no se realicen. Para comprender mejor el origen y el alcance de las externalidades y la condición de *stakeholder*, veamos los resultados que se obtienen al cambiar los supuestos de partida.

*Propiedad transferible de todos los activos.* Supongamos que la inversión en  $t = 1$  se materializa en activos tangibles y que es posible conseguir la plena propiedad y el control sobre ellos. Bajo este supuesto, P(C) podría comprar C(P) y con ello tendría la propiedad y el control de todos los activos implicados. En el momento  $t = 2$  no hay oportunidad para la negociación, solo hay un decisor y, por tanto, la unidad (empresa) integrada podría tomar las decisiones en  $t = 1$  anticipando que los pagos en  $t = 2$  serán el valor creado total. Es decir, en  $t = 1$  la empresa integrada decide  $p$  y  $c$  maximizando  $\Pi_{P,C} = V = v(p, c; A_P, A_C) - p - c$ . Las condiciones de óptimo implican  $\frac{\partial v}{\partial p} = 1, \frac{\partial v}{\partial c} = 1$ . El propietario único de todos los activos internaliza las externalidades y la inversión será la socialmente óptima para los dos tipos de capital.

*Contrato completo en  $t = 1$ .* Antes de hacer la inversión en capital humano es posible anticipar todas las contingencias que pueden producirse en  $t = 2$ , de manera que en  $t = 1$ , a partir de esa información, es posible realizar un contrato completo entre P y C que tenga en cuenta las condiciones de la colaboración para cada contingencia. Ahora la negociación entre P y C se produce en  $t = 1$ . Si no hay acuerdo, cada

---

parte se queda con los fondos monetarios previstos para invertir, que podrán dedicarse íntegramente a otros usos. Si hay acuerdo, se reparten la ganancia incremental a partes iguales. Para unos valores de  $p$  y  $c$ , los pagos, resultado de la negociación, son:

$$S_P(t = 1) = p + \frac{1}{2}(V(p, c; A_P, A_S) - p - c)$$

$$S_C(t = 1) = c + \frac{1}{2}(V(p, c; A_P, A_S) - p - c)$$

Y los beneficios netos de los costes resultantes de la inversión son:

$$\Pi_P(t = 1) = S_P(t = 1) - p = \frac{1}{2}(V(p, c; A_P, A_S) - p - c)$$

$$\Pi_C(t = 1) = S_C(t = 1) - c = \frac{1}{2}(V(p, c; A_P, A_S) - p - c)$$

Proveedor y cliente eligen cada uno  $p$  y  $c$ , que maximiza el respectivo beneficio; de la solución de equilibrio de Nash resultan valores de inversión que maximizan la riqueza conjunta  $V$ :  $\frac{\partial v}{\partial p} = 1, \frac{\partial v}{\partial c} = 1$ .

*Competencia perfecta.* Si el mercado es perfectamente competitivo se cumple:

$$v(p, c; A_P, A_C) = v_P(p; A_P) + v_C(c; A_C) \quad (5)$$

La ecuación (4) puede escribirse ahora como:

$$\Pi_P = S_P - p = v(p, c; A_P, A_C) - v_C(c; A_C) - p$$

$$\Pi_C = S_C - c = v(p, c; A_P, A_C) - v_P(p; A_P) - c$$

Una vez más, de la solución de Nash con las dos empresas decidiendo la inversión maximizando el beneficio resultan las condiciones que aseguran una inversión socialmente óptima,  $\frac{\partial v}{\partial p} = 1, \frac{\partial v}{\partial c} = 1$ . *Ex post*, en  $t = 2$ , la negociación permite a P y C capturar el beneficio marginal de la colaboración y el de la salida, que con competencia perfecta son iguales: de (5),  $\frac{\partial v}{\partial p} = \frac{\partial v_P}{\partial p}; \frac{\partial v}{\partial c} = \frac{\partial v_C}{\partial c}$ .

---

La dirección estratégica de la empresa recomienda a las empresas dotarse de capacidades y recursos diferenciales y valiosos para construir sobre ellos ventajas competitivas y obtener beneficios positivos extraordinarios. La co-especialización entre los recursos humanos de P y C permite que se genere más valor si todos los recursos se controlan juntos y no por separado, pero a costa de que cada uno se convierta en interesado en su relación (estratégica) con el otro. Sin ventaja competitiva no se crea un valor incremental positivo, con lo que se pierden oportunidades de incrementar el beneficio. Al mismo tiempo, la condición de interesado desaparece y, aunque el contrato en  $t = 1$  es incompleto, cada parte toma decisiones óptimas de inversión. Cuando no hay ventaja competitiva el mercado se acerca a la competencia perfecta en el sentido de que ningún actor tiene capacidad, con sus decisiones, de influir en los pagos de los demás. Por tanto, la conclusión importante de este análisis es que en mercados competitivos no existen interesados propiamente dichos, porque nadie influye o se ve influido por decisiones que tomen los demás (excluimos el impacto de las decisiones de un actor en los propios resultados: si el coste de una empresa está por encima del precio de mercado pierde dinero y eventualmente tendrá que cesar en su actividad).

*Transferencia de la propiedad de los activos tangibles.* La complementariedad entre capital humano y capital tangible implica que el retorno marginal de la inversión en capital humano aumenta con la cantidad de activo tangible con el que se combina. Esto significa que, si P compra a C, con ello se convierte en propietario de todos los activos tangibles,  $A_P$  y  $A_C$ . Con más dotación de activos tangibles, en la opción de salida, el capital humano de P será más productivo, pero el de C lo será menos porque solo contará con los activos humanos:  $\frac{\partial v_P(p; A_P, A_C)}{\partial p} > \frac{\partial v_P(p; A_P)}{\partial p}$  y  $\frac{\partial v_C(c)}{\partial c} < \frac{\partial v_C(c; A_C)}{\partial c}$ . En general, no es posible saber si se crea más o menos riqueza conjunta porque, aunque la inversión de P aumenta, la de C disminuye después de la integración. Un caso particular en el que sí aumentaría la eficiencia con la integración vertical es cuando el activo tangible de C (o de P) no es esencial en la creación de valor, lo que significa  $\frac{\partial v_C(c)}{\partial c} = \frac{\partial v_C(c; A_C)}{\partial c}$ , mientras que sí lo es para P (C). Bajo estas condiciones,

---

con la integración P (C) aumenta la inversión en capital humano, mientras que C (P) mantiene la misma que sin integración.

Una posible alternativa que cabe considerar es que P y C formen una sociedad conjunta al 50 % con la propiedad de todos los activos tangibles. Llegado el momento  $t = 2$ , si no hay acuerdo en la negociación los activos tangibles de la sociedad quedarían bloqueados: los pagos en la opción de salida serán ahora  $v_P(p), v_C(c)$ . Por el supuesto de complementariedad,  $\frac{\partial v_P(p)}{\partial p} < \frac{\partial v_P(p;A_P)}{\partial p}, \frac{\partial v_C(c)}{\partial c} < \frac{\partial v_C(c;A_C)}{\partial c}$  y, por tanto, los incentivos a invertir disminuirán. Iniciativas que bloqueen el acceso a los activos tangibles, como la empresa conjunta paritaria o entregar los activos tangibles a un tercero que pueda bloquear el acceso, no son recomendables desde la eficiencia.

*Activos intangibles.* A los activos intangibles se les atribuyen las siguientes características particulares (Haskel y Westlake, 2018): los costes de la inversión son costes hundidos; importantes sinergias (complementariedades) entre ellos; dificultades o imposibilidad de exclusión de terceros; escalabilidad. Traducido al entorno del modelo, los costes hundidos de la inversión significan una mayor especificidad y, por tanto, más diferencia entre el valor de los activos en la transacción para la que están inicialmente dedicados que fuera de ella; más complementariedad significa una mayor sensibilidad de la productividad de cada uno a la dotación del otro. Finalmente, la dificultad de apropiación significa que P y C, fuera de la relación, se aprovechan total o parcialmente del output generado con la inversión en intangibles.

Formalmente, el efecto de la no-apropiación del output de la inversión implica  $v_P(p, c; A_P), v_C(c, p; A_C)$ . Por tanto, la inversión en intangibles en  $t = 1$  de P (C) influye en el valor de la opción de salida en  $t = 2$  en caso de no acuerdo de C (P). Sustituyendo la nueva notación en (4), la inversión en  $t = 1$  satisface ahora las siguientes condiciones del equilibrio de Nash:

$$\frac{1}{2} \frac{\partial v}{\partial p} + \frac{1}{2} \frac{\partial v_P}{\partial p} - \frac{1}{2} \frac{\partial v_C}{\partial p} = 1; \quad \frac{1}{2} \frac{\partial v}{\partial c} + \frac{1}{2} \frac{\partial v_C}{\partial v} - \frac{1}{2} \frac{\partial v_P}{\partial c} = 1$$

---

El beneficio bruto marginal de la inversión en activo intangible en  $t = 1$  se reduce con respecto al que se produciría si se pudiera evitar el desbordamiento de activo intangible en el que invierte P (C) a favor de C (P). Con el desbordamiento, parte del beneficio incremental de la inversión del proveedor (cliente) en el valor creado conjunto mejora la opción de salida del cliente (proveedor) en la negociación en  $t = 2$ , y aumenta la parte de beneficio incremental que recibe C (P) en detrimento de la que recibe P (C). En las decisiones descentralizadas P y C reconocen la externalidad negativa para los intereses de cada uno de invertir en activos intangibles en  $t = 1$ , en el momento de la negociación en  $t = 2$ , pero no internalizan el efecto recíproco.

La implicación final es que los efectos desbordamiento aumentan todavía más la diferencia por debajo entre las inversiones en el activo intangible resultado de las decisiones individuales de P y C, y las inversiones que maximizan la riqueza creada (ecuación (1)). Las otras características de los activos intangibles, como la especificidad y las sinergias, pueden actuar en sentido contrario. En todo caso, lo que se desprende del análisis previo es que las restricciones que impone el uso de contratos incompletos en la transacción, por el efecto desbordamiento, dan lugar a mayores pérdidas de eficiencia cuando los activos en los que se invierte son intangibles que cuando se trata de activos tangibles.<sup>22</sup>

*Contratos implícitos.* Si la relación entre P y C se va a repetir en el tiempo o en el espacio existe la posibilidad de que los contratos incompletos se acompañen de contratos implícitos, basados en la confianza mutua sostenida en la reputación (el comportamiento pasado de una de las partes condiciona el comportamiento futuro de la otra; por ejemplo, se aceptan las promesas que se hacen de buena fe si no se ha demostrado lo contrario, pero se rechazan desde el momento en que

22 Con competencia perfecta,  $v(p, c; A_p, A_c) = v_p(p, c; A_p) + v_c(c, p; A_c)$  las condiciones de equilibrio de Nash en  $t = 1$  serán ahora  $\frac{\partial v}{\partial p} - \frac{\partial v_c}{\partial p} = 1$ ,  $\frac{\partial v}{\partial c} - \frac{\partial v_p}{\partial c} = 1$  y, por tanto, no se conseguirá la inversión eficiente.

---

se observa algún incumplimiento). Supongamos que P tienen una posición de dominio en la transacción, lo que se traduce en un alto poder negociador en  $t = 2$ . Hasta ahora se ha supuesto un poder equilibrado, lo que significa que el acuerdo reparte las ganancias a partes iguales entre proveedor y cliente. La situación cambia si P, por ejemplo, aumenta su poder negociador al conseguir  $\frac{3}{4}$  de la riqueza incremental. Con más poder negociador P invierte más en su capital humano, pero C invierte menos y ello perjudica a P debido a la complementariedad entre los dos activos humanos.

En transacciones en las que la complementariedad entre activos aumenta y P se beneficia de forma importante de las inversiones que realiza C, por ejemplo, estará en el interés de P autolimitar su poder negociador *ex post* como una forma de aumentar las expectativas de ganancia de C y, con ello, aumentar también sus incentivos a invertir *ex ante*. Por ejemplo, P se compromete de forma creíble a no intervenir en negociaciones cuyos resultados puedan ser muy perjudiciales para C a través de ceder su lugar a una tercera persona de reconocida imparcialidad. El objetivo final es conseguir que la gobernanza de la relación entre P y C a lo largo del tiempo, y a la que le corresponde cerrar los contratos incompletos bajo los que transcurre la relación, consiga la eficiencia *ex post*, cuando ya se han comprometido los recursos necesarios, y también la eficiencia *ex ante*, es decir, que se inviertan los recursos socialmente óptimos. La confianza en las promesas de autolimitarse en el ejercicio del poder *ex post* debe ayudar a conseguir ese objetivo que ni la propiedad ni el contrato completo y explícito pueden lograr.

Barney (2018) señala que la maximización del beneficio por los accionistas es incompatible con el objetivo de animar a los interesados para que realicen sus aportaciones a la acumulación de activos específicos sobre los que se asientan las ventajas competitivas. La razón intuitiva detrás de esa afirmación es que la expectativa de conductas motivadas por la maximización del beneficio *ex post* significa exponer a los inte-

---

resados a riesgos de expropiación de las rentas que les corresponden por las inversiones realizadas, ante lo cual la racionalidad individual llevará a no invertir. Los accionistas necesitan ganarse la confianza de los interesados con promesas de que esa expropiación no se va a producir, pues de otro modo se quedan sin inversión y sin ventaja competitiva. La renuncia a la maximización del beneficio por parte de los accionistas, y la sustitución en su lugar por otros objetivos más inclusivos, puede contribuir a hacerse merecedores de la confianza. La situación puede parecer paradójica: la forma que tienen los accionistas de aumentar su beneficio es precisamente renunciando a actuaciones que limitan la capacidad de apropiarse de mayores ganancias *ex post*. En el lenguaje de Edmans, renunciado a oportunidades *ex post*, lo que le permitiría acceder a una porción mayor de tarta, se sale ganando porque con la renuncia se anima a los demás interesados a que realicen mayores inversiones y, finalmente, el tamaño de la tarta que se reparte es mayor. El comportamiento es perfectamente explicable desde la racionalidad individual y no hace falta introducir elementos de moralidad, excepto si la moralidad sirve de medio (autorrestricción) para el fin puramente crematístico.

Los contratos implícitos y todo aquello que pueda restringir la negociación en  $t = 2$  para mejorar la eficiencia de las decisiones de inversión en  $t = 1$  tienen un valor potencial todavía mayor en entornos con un peso creciente de los activos intangibles, como el que documentan Haskel y Westlake (2018) en su celebrado libro. Colin Mayer (2018, 2020) recuerda que es fácil para los accionistas demostrar que financian los activos tangibles propiedad de la sociedad de capitales con su propio patrimonio personal. Sin embargo, cuando se trata de intangibles como capital humano, conocimiento y capital social, en general los accionistas no realizan desembolsos para su financiación y, de hecho, estos activos no se incluyen entre los activos del balance de la sociedad. Para Mayer, con el peso creciente de los activos intangibles en la actividad económica, la sociedad de capitales ha dejado de cumplir la función social de persona jurídica propietaria de los activos



---

utilizados en la producción y financiados por los accionistas (muchos de los activos importantes no están en el balance). Su nueva función social es aprovechar sus características singulares, persona jurídica, horizonte ilimitado, separación de propiedad y control, para facilitar la coordinación en el uso productivo de los activos humanos, sociales y naturales que se necesitan para producir, pero no pueden ser de su propiedad. Para el ejercicio de esa función coordinadora la corporación deberá asumir de forma creíble un propósito social y relegar el beneficio a una restricción. En hacerse más o menos merecedora de la confianza, influirá también la naturaleza de los accionistas de control, de manera que el control accionarial por una familia o por una fundación de origen familiar transmitirá más confianza a terceras partes que otros accionistas, por ejemplo, fondos de inversión.

*Trabajadores e inversores como interesados.* En la exposición previa, proveedor y cliente se consideran una coalición entre accionistas, que financian los activos tangibles propiedad de la sociedad mercantil correspondiente, y trabajadores, que tienen incorporado el capital humano también necesario para la producción. Hasta ahora, la condición de interesados se ha definido al nivel de P y C, es decir, como si accionistas y trabajadores actuaran como una entidad única. Generalmente no será así y, además de la relación de colaboración-conflicto entre P y C, existirá una relación similar entre accionistas y trabajadores. En el análisis de la relación entre accionistas y trabajadores, si los activos tangibles, A, son de uso general, el mercado (opciones de salida de la relación) asegura a los accionistas una renta suficiente para mantener los incentivos a financiar la inversión. El capital humano es, por definición, específico de una acción colectiva y, por ello, gestionar los incentivos que hay que invertir es más complicado, pues su propiedad no es transferible. Si los activos tangibles no son muy importantes, la solución eficiente puede ser que los trabajadores que invierten en el capital humano específico se conviertan en propietarios de los activos no humanos. Si las condiciones de información lo permiten, los trabajadores podrían alquilar el capital a los accionistas y organizarse como

---

una cooperativa. Otra posibilidad, que permite una mejor asignación de riesgos, es que la sociedad de capitales —accionistas— financie total o parcialmente la inversión específica en capital humano, aun sabiendo que no podrá reclamar la propiedad del capital humano resultante si está incorporado a los trabajadores.

En todo caso, lo importante de toda esta exposición es darse cuenta de la variedad de situaciones reales que pueden presentarse y de las diferencias de *stakes* en cada una de ellas para los mismos grupos de interés. Propuestas como «hay que gestionar la sociedad de capitales en beneficio de todos los grupos de interés» están vacías de contenido. Sin precisar las circunstancias en las que se producirá la relación, lo que estará en juego para cada colectivo de interesados, lo que se puede contratar y lo que no, y la confianza bajo la que transcurren las relaciones, nada se podrá decir ni sobre el comportamiento ni sobre los resultados finales.

---

## Bibliografía

ADLER, P. S. (2019). *The 99 percent Economy: How Democratic Socialism Can Overcome the Crises of Capitalism*. Oxford: Oxford University Press.

ADMATI, A. (2021). George Stigler and the Challenge of Democracy, *Pro Market*, 2 de junio de 2021 <https://promarket.org/2021/06/03/george-stigler-challenge-democracy-corruption-regulation/>.

AKCIGIT, U. y S. ATEŞ (2021). Ten Facts of Declining Business Dynamics and Lessons for Endogenous Growth Theory. *American Economic Journal: Macroeconomics* 13 (1): 257–98.

ALVAREDO, F., L. CHANCEL, T. PIKETTY, E. SÁEZ y G. ZUCMAN (2018). *World Inequality Report*. París: World Inequality Lab.

ALBERT, M. (1991). *Capitalisme contre Capitalisme*. París: Seuil.

ALCHIAN, A. y H. DEMSETZ (1972). Production, Information Costs, and Economic Organization. *American Economic Review* 62 (5): 777–95.

AOKI, M. (2001). *Toward a Comparative Institutional Analysis*. Cambridge: MIT Press.

ARROW, K. J. (1969). *The Organization of Economic Activity: Issues Pertinent to the Choice of Market versus Non-Market Allocations* (pp. 1-16). Washington DC: Joint Economic Committee of Congress.

— (1974). *The Limits of Organization*. Nueva York: W. W. Norton.

BAKER, G. y T. HUBBARD (2003). Make versus Buy in Trucking: Asset Ownership, Job Design, and Information. *American Economic Review* 93 (3): 551–72.

---

— (2004). Contractibility and Asset Ownership: On-Board Computers and Governance in US Trucking. *Quarterly Journal of Economics* 119 (4): 1443–79.

BARNEY, J. (2018). Why Resource-Based Theory's Model of Profit Appropriation must Incorporate a Stakeholder Perspective. *Strategic Management Journal* 39: 3305–25.

BEBCHUK, L. y R. TALLARITA (2021). Will Corporations Deliver Value to All Stakeholders? (August 4, 2021). Forthcoming, Vanderbilt Law Review. Vol. 75 (May 2022). Disponible en SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3899421> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3899421>.

BLAIR, M. (2021). Two Years After the Business Roundtable Statement: Pointing in the Right Direction. ProMarket <https://promarket.org/2021/09/13/business-roundtable-statement-right-direction-corporations-behaving-badly/>.

BLAIR, M. y L. STOUT (1999). A Team Production Theory of Corporate Law. *Virginia Law Review* 85: 247–303.

BOWLES, S. y W. CARLIN (2020). Shrinking Capitalism. *AEA Papers and Proceedings* 110: 372–77.

BUSINESS ROUNDTABLE (2019). *Statement on the Purpose of a Corporation*. Agosto.

CARROLL, A. (2021). Corporate Social Responsibility: Perspectives on the CSR Construct's Development and Future. *Business and Society* 60 (6): 1258–78.

CHANDLER, A. (1962). *Strategy and Structure: Chapters in the History of the Industrial Enterprise*. Cambridge (Mass.): MIT Press.

---

CHANDLER, A. (1977). *The Visible Hand*. London. Belknap.

CHRISTENSEN, D., G. SERAFEIM, A. SIKICHI (2020). Why is Corporate Virtue in the Eye of the Beholder? The Case of ESG Ratings. WP Harvard Business School. <https://ssrn-com/abstract=3703804>.

COASE, R. (1937). The Nature of the Firm. *Economica* 4: 386–405.

— (1960). The Problem of Social Cost. *Journal of Law and Economics* 3: 1–44.

DERTOUZOS, M., R. K. LESTER, R. M. SOLOW y THE MIT COMMISSION ON INDUSTRIAL PRODUCTIVITY (1989). *Made in America: Regaining the Productive Edge*. Cambridge, MA: The MIT Press.

DONALDSON, T. y L. PRESTON (1995). The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications. *Academy of Management Review* 20: 65–91.

DORE, R., W. LAZONICK y M. O’SULLIVAN (1999). Varieties of Capitalism in the Twentieth Century. *Oxford Review of Economic Policy* 15 (4): 102–20.

EDMANS, A. (2020). *Grow the Pie: How Great Companies Deliver Both Purpose and Profit*. Cambridge: Cambridge University Press.

— (2021). Two Years Later, Has the Business Roundtable Statement Transformed Capitalism? ProMarket, <https://promarket.org/2021/09/07/business-roundtable-shareholder-capitalism-promise/septiembre-2021>.

EMBID IRUJO, J. M. (2020). Aproximación al significado jurídico de la responsabilidad social corporativa. *Revista de Derecho Mercantil* 316: 1–31.

---

FERRARINI, G., M. SIRI y S. ZHU (2021). The EU Sustainable Governance Consultation and the Missing Link to Soft Law, European Corporate Governance Institute – Law Working Paper No. 576/2021. SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3823186>.

FERRARINI, G. y S. ZHU (2021). Is There a Role for Benefit Corporations in the New Sustainable Governance Framework? (May 30, 2021). European Corporate Governance Institute – Law Working Paper No. 588/2021. SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3869696> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3869696>.

FLEISCHER, H. (2021). Corporate Purpose: A Management Concept and its Implications for Company Law (January 21, 2021). European Corporate Governance Institute – Law Working Paper No. 561/2021. SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3770656> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3770656>.

FREEMAN, E., K. MARTIN y B. PARMAR (2020) *The Power of And*. Columbia Business School Publishing.

GROSSMAN, S. y O. HART (1986). The Costs and Benefits of Ownership: A Theory of Vertical and Lateral Integration. *Journal of Political Economy* 94 (4): 691–719.

HANSMANN, H. (1996). *The Ownership of Enterprise*. Cambridge, MA: Harvard University Press.

HART, O. (2017). Incomplete Contracts and Control. *American Economic Review* 107 (7): 1731–52.

HART, O. y L. ZINGALES (2017). Companies Should Maximize Shareholder Welfare, not Market Value. *Journal of Law, Finance, and Accounting* 2: 247–75.

---

HART, O. y J. MOORE (1990). Property Rights and the Nature of the Firm. *Journal of Political Economy* 98 (6): 1119–58.

— (1995). *Firms, Contracts, and Financial Structure*. Oxford: Clarendon Press.

HASKEL, J. y S. WESTLAKE (2018). *Capitalism without Capital*. Princeton: Princeton University Press.

HENDERSON, R. (2020). *Reimagining Capitalism in a World on Fire*. Nueva York: Public Affairs.

HOLMSTROM, B. (1999). The Firm as a Subeconomy. *Journal of Law, Economics and Organization* 15 (1): 74–102.

HOLMSTROM, B. y P. MILGROM (1979). Moral Hazard and Observability. *The Bell Journal of Economics* 10 (1): 74–91.

— (1982). Moral Hazard in Teams. *The Bell Journal of Economics* 13 (2): 324–40.

— (1991). Multi-Task Principal-Agent Analyses: Incentive Contracts, Asset Ownership, and Job Design. *Journal of Law, Economics, and Organization* 7 (S): 24–52.

IPCC (2021). *Climate Change (2021) The Physical Science Basis. Contribution of Working Group I to the Sixth Assessment Report of the Intergovernmental Panel on Climate Change* [Masson-Delmotte, V., P. Zhai, A. Pirani, S. L. Connors, C. Péan, S. Berger, N. Caud, Y. Chen, L. Goldfarb, M. I. Gomis, M. Huang, K. Leitzell, E. Lonnoy, J. B. R. Matthews, T. K. Maycock, T. Waterfield, O. Yelekçi, R. Yu and B. Zhou (eds.)]. Cambridge: Cambridge University Press.

---

JENSEN, M. (2002). Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. *Business Ethics Quarterly* 12: 235–56.

JENSEN, M. y W. MECKLING (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3 (4): 305–60.

JENSEN, M. y K. MURPHY (1990). Performance Pay and Top-Management Incentives. *Journal of Political Economy* 98 (2): 225–64.

KLEIN, B., R. CRAWFORD y A. ALCHIAN (1978). Vertical Integration, Appropriable Rents, and the Competitive Contracting Process. *Journal of Law and Economics* 21 (2): 297–326.

KNIGHT, F. (1921). *Risk, Uncertainty and Profit*. Boston: Hart, Schaffner & Marx.

KREPS, D. (1990). Corporate Culture and Economic Theory. In J. Alt & K. Shepsle (eds.). *Perspectives on Positive Political Economy (Political Economy of Institutions and Decisions)* (pp. 90-143). Cambridge: Cambridge University.

KRUEGER, P., Z. SUTNER, D. TANG y D. ZHONG (2021). The Effects of Mandatory ESG Disclosure Around the World, ECGI WP 754/2021 [http://ssrn.com/abstract\\_id=3932745](http://ssrn.com/abstract_id=3932745).

MALONE, T. (2014). ¿Cómo está cambiando Internet nuestra manera de trabajar? En *C@mbio: 19 ensayos clave acerca de cómo Internet está cambiando nuestras vidas*. Bilbao: BBVA.

MARCH, J. y H. SIMON (1958). *Organizations*. Nueva York: John Wiley and Sons, Inc.

MAYER, C. (2013). *Firm Commitment*. Oxford: Oxford University Press.



---

— (2018). *Prosperity: Better Business Makes the Greater Good*. Oxford: Oxford University Press.

— (2020). *The Future of the Corporation and the Economics of Purpose*. Journal of Management Studies.

MILGROM, P. y J. ROBERTS (1990) The Economics of Modern Manufacturing: Technology, Strategy and Organization. *American Economic Review* 80 (3): 511–28.

— (1995). Complementarities and Fit: Strategy, Structure and Organizational Change in Manufacturing. *Journal of Accounting and Economics* 19 (2–3):179–208.

MOORE, G. (2015). La naturaleza de la empresa (75 años después). *Reinventar la empresa en la era digital*. Bilbao: BBVA.

NELSON, R. y S. WINTER (1982). *An Evolutionary Theory of Economic Change*. Cambridge: Harvard University Press.

PENROSE, E. (1959) *The Theory of the Growth of the Firm*. Oxford: Oxford University Press.

PIKETTY, T. (2014). *Capital in the XXI Century*. Cambridge: Harvard University Press.

— (2019). *Capital et idéologie*. París: Seuil.

PUCHNIAK, D. (2021). The False Hope of Stewardship in the Context of Controlling Shareholders: Making Sense Out of the Global Transplant of a Legal Misfit. European Corporate Governance Institute – Law Working Paper No. 589/2021, <https://ssrn.com/abstract=3858339> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3858339>.

---

ROBERTS, J. (2004) *The Modern Firm*. Oxford: Oxford University Press.

ROE, M. H. SPAMANN, J. FRIED y C. WANG (2021). The European Commission's Sustainable Corporate Governance report: A Critique. ECGI W.P. 533/2020. [Ecgi.global/content/working-papers](https://ecgi.global/content/working-papers).

ROCK, E. B. (2020) For Whom is the Corporation Managed in 2020? The Debate over Corporate Purpose (May 1, 2020). European Corporate Governance Institute – Law Working Paper No. 515/2020, <https://ssrn.com/abstract=3589951> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3589951>.

SALAS FUMÁS, V. (2007). *El Siglo de la Empresa*. Bilbao: BBVA.

— (2021a). Directors as Trustees: The Nash Axiomatic Approach to Multi-Stakeholder Governance. *Strategic Management Review*. Pendiente de publicación.

— (2021b). Purpose and Competitive Advantage. Presentado a la SMC Toronto, 2021.

SERAPEIM, G., R. ZOCHOWSKI y J. DOWNING (2020). *Weighted Financial Accounts: The Missing Piece for an Impact Economy*. Cambridge: Harvard Business School.

SHLEIFER, A. y R. VISHNY (1997). A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance* 52 (2): 737–83.

SIMON, H. (1947). *Administrative Behavior; a Study of Decision-Making Processes in Administrative Organization*. Macmillan.

— (1951). A Formal Theory of the Employment Relationship. *Econometrica* 19 (3): 293–305.

---

— (1991). Organizations and Markets. *The Journal of Economic Perspectives* 5: 25–45.

STRINE, L. (2020). Restoration: The Role Stakeholder Governance Must Play in Recreating a Fair and Sustainable American Economy – A Reply to Professor Rock Harvard Law School Program on Corporate Governance Working Paper No. 2020-10, <https://ssrn.com/abstract=3749654>.

THE BRITISH ACADEMY (2018). *Reforming Business for the 21st Century*. Londres: The British Academy.

(2019). *Principles for Purposeful Business*. Londres: The British Academy.

WILLIAMSON, O. (1975). *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*. Nueva York: The Free Press.

— (1979). Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations. *Journal of Law and Economics* 22: 233–61.

— (1985). *Economic Institutions of Capitalism*. Nueva York: The Free Press.

---

*CURRICULUM VITAE*  
DE  
VICENTE SALAS FUMÁS

---

**Vicente Salas Fumás**

Data de naixement: 18-04-1951

Lloc de naixement: Albelda (Osca)

**Professor emèrit de la Universitat de Saragossa**

Facultat de Ciències Econòmiques i Empresariales

Universitat de Saragossa

**POSICIONS ACADÈMIQUES**

2021 (setembre): professor emèrit. Universitat de Saragossa.

1995: catedràtic d'Organització d'Empreses. Universitat de Saragossa.

1990–1995: catedràtic d'Organització d'Empreses. Universitat Autònoma de Barcelona.

1986–1990: catedràtic d'Organització d'Empreses. Universitat de Saragossa.

1989 (setembre)–1989 (desembre): professor convidat. Universitat Stanford.

1982–1986: professor titular d'universitat. Universitat de Saragossa.

1981–1982: professor col·laborador. Universitat Autònoma de Barcelona.

1978–1982: professor contractat. Universitat de Saragossa.

1974–1976: professor ajudant. Krannert School of Management. Universitat Purdue.

---

## EDUCACIÓ

Ph.D. Management Science, Universitat Purdue (EUA), 1976.  
Master of Science Management, Universitat Purdue (EUA), 1975.  
Llicenciat en Ciències Econòmiques i Empresariales i MBA, ESADE, 1976.

## PREMIS

Premi Rei Jaume I d'Economia, 1992.  
Medalla en Reconeixença del Treball Professional del Govern d'Aragó, 1995.  
Premi Juan Sardá d'Economia, 2002.  
Gran Creu al Mèrit en el Servei a l'Economia. Consell General d'Economistes d'Espanya, 2017.  
Medalla Basilio Paraíso. Cambra de Comerç de Saragossa, 2021.

## PUBLICACIONS AMB AVALUACIÓ ANÒNIMA

Salas, V. and A. Whinston, 1977, "A General Equilibrium Framework for the Divy Economy". *Journal of Economic Theory*, 14(2), 467-463.

Salas, V., S. Ram-Mohan and A. Whinston, 1977. "An Automatic Price Adjustment Formula for a Regulated Firm", *Applied Economics*, 9(3), 243-252.

Salas, V. and A. Whinston, 1979, "Flexible Contracting: Theory and Case Examples", *European Journal of Operational Research*, 3 (5), 368-378.

Salas, V. and A. Whinston, 1979. "Theoretical Basis for Inflation Accounting" in *Quantity Planning and Control*, Y. Ijiri, A. Whinston, eds.

---

Salas, V. 1980, "Condiciones para la Existencia y Sostenimiento del Monopolio Natural", *Investigaciones Económicas*, 11Enero-Abril, 145-164.

Durán, J. J., V. Salas and I. Santillana, 1982, "Inflación en Impuestos: Resultados Empresariales y Valoración de Acciones", *Investigaciones Económicas*, 18Mayo-Agosto, 177-200.

Salas, V. and A. Whinston, 1982, "Subsidy Free Welfare Games", *Southern Economic Journal*, 49(2), 389-399.

Bever, R. J. Marsden, V. Salas, A. Whinston, 1982, "Aggregate Summary Functions-Heterogeneity and the use of Random Coefficients Model", in *Advances in Applied Microeconomics*, K. Smith, editor JAI Press.

Lafuente, A., V. Salas, M.<sup>a</sup> J. Yagüe, 1985, "Productividad Global y Capital de I+D en la Economía Española". *Investigaciones Económicas*, Mayo-Agosto.

Lafuente, A., V. Salas, M.<sup>a</sup> J. Yagüe, 1985, "Total Factor Productivity and R&D Capital in the Spanish Economy. 1965-1980". *Economic Letters*, 18(4), 367-371.

Espítia, M., V. Salas and M.<sup>a</sup> J. Yagüe, 1986, "Generación y Reparto de Beneficios en los Mercados Españoles. Evidencia Empírica a partir del Ratio q", *Investigaciones Económicas*, Suplemento, 197-214.

Espítia. M. and V. Salas, 1986, "Q de Tobin y Regulación: Aplicación al Sector Eléctrico Español", *Investigaciones Económicas*, Suplemento, 275-294.

Lafuente, A., V. Salas, M.<sup>a</sup> J. Yagüe, 1985, "Formación de Capital Tecnológico en la Industria Española", *Revista Española de Economía*, 2, (2), 269-290.

---

Espítia, M., V. Salas and M.<sup>a</sup> J. Yagüe, 1986, “Medidas de Resultados Empresariales: Relevancia para los Estudios de Poder de Monopolio”, *Investigaciones Económicas*, 10(3), 427-448.

Lafuente, A. and V. Salas, 1986, “Incentivos y Participación Pública en la Promoción de Empresas”, *Investigaciones Económicas*, X(2), 379-403.

Espítia, M. and V. Salas, 1986, “Valoración de Activos y Coste del capital en la Empresa Española no Financiera”, *Revista Española de Economía*, 3(2), 249-286.

Polo, Y. and V. Salas, 1987, “El Automóvil en España: Determinantes Socioeconómicos de su Adopción”, *Investigaciones Económicas*, XI(3), 463-482.

Espítia, M. E. Huerta, G. Lecha y V. Salas, 1987, “Impuestos, Inversión y Estructura Financiera de la Empresa”, *Revista Española de Economía*, 4(2), 227-269.

Salas, V. 1989, “La Empresa en la Economía Industrial”, *Investigaciones Económicas*, Suplemento.

Lafuente, A. and V. Salas, 1989, “Types of Entrepreneurs and Types of Firms: The case of New Spanish Firms”, *Strategic Management Journal*, 10(1), 17-30.

Polo, Y. and V. Salas, 1989, “Determining Factors in Innovations Adoptions: The Teleprocess Terminal in Spanish Commercial Banks”, *Revue D’Economie Régionale et Urbaine*.

Espítia, M., E. Huerta, G. Lecha y V. Salas, 1989, “La Eficacia de los Estímulos Fiscales a la Inversión” *Moneda y Crédito*, 2<sup>a</sup> Época, 188, 105-175.



---

Salas, V. 1990, "Evaluación Relativa de Gerentes y Competencia Industrial" *Cuadernos Económicos de ICE*, 45, 145-163.

Salas, V. 1990, "Economías de la Gran Empresa y Poder de Mercado", en *Concentración Empresarial y Competitividad: España en la CEE*. X. Vives and J. Gual editors. Ariel-Fedea Madrid.

Salas, V. 1990, "Estructura de Propiedad, Profesionalización Gerencial y Resultados de la Empresa" *Economía Española de la Transición y la Democracia* J. L. García Delgado editor, CIS, Madrid.

Espítia, M., Y. Polo and V. Salas, 1990, *Eficiencia Estática y Dinámica en el Sector Bancario Español*. FIES, Madrid.

Espítia, M., E. Huerta, G. Lecha and V. Salas, 1990, *Estímulos Fiscales a la Inversión a través del Impuesto sobre Sociedades*. Instituto de Estudios Fiscales, Madrid.

Salas, V. 1991, "Beneficios Contables versus Beneficios Económicos: Reflexiones desde algunos Estudios de la Economía Española", *Revista Española de Economía*, 1.

Espítia, M., V. Salas y Y. Polo, 1991. "Estructura de los Mercados Geográficos, Comportamiento y Resultados de las Cajas de Ahorros en España", *Investigaciones Económicas*, XV(3), 671-700.

Espítia, M., Y. Polo and V. Salas, 1991. "Market Structure and the Adoption of Innovations: The Case of the Spanish Banking Sector" *Journal of Economic Innovation and New Technology*, 1(4), 295-307.

Salas, V. 1992, "Relative Performance Evolution of Management: Its Effect in Industrial Competition and Risk Sharing", *International Journal of Industrial Organization*, 10(3), 473-489.

---

Janson, E. and V. Salas, 1992, "Concepto Económico de Beneficio e Impuesto sobre Sociedades", *Hacienda Pública Española*, 2, 107-122.

Salas, V. 1993, "Incentive and Supervision in Hierarchies". *Journal of Economic Behavior and Organization*, 3, 315-331.

Galve, C. and V. Salas, 1993, "Propiedad y Resultados de la Gran Empresa Española" *Investigaciones Económicas*, Septiembre.

Galve, C. and V. Salas, 1994, "Análisis de la Estructura Accionarial de la Gran Empresa Española" *Revista de Economía Aplicada*, II (4), 75-102.

Grifell-Tatjé, E., D. Prior y V. Salas, 1994, "Eficiencia de Empresa y Eficiencia de Planta en los Modelos Frontera no Paramétricos". *Revista Española de Economía*, II, 139-160.

Janson, E. and V. Salas, 1995, "Economía y Fiscalidad del Leasing". *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 83 (24), 365-392.

Giner, E. and V. Salas, 1995, "Explicaciones Alternativas para la Política de Dividendos: Análisis Empírico con Datos Empresariales Españoles" *Investigaciones Económicas*, 3, 329-348.

Merino, F. and V. Salas, 1995, "Empresa Extranjera y Manufactura Española: Efectos Directos e Indirectos", *Revista de Economía Aplicada*, IX, 105-131.

Galve, C. and V. Salas, 1996, "Ownership and Governance Among Large Spanish Corporations". *ZfB*, 3, 65-79.

Galve, C. and V. Salas, 1996, "Ownership Structure and Firm Performance: Some Empirical Evidence from Spain". *Managerial and Decision Economics*, 17 (6), 575-586.

---

Ortín, P. and V. Salas, 1997 “The Compensation of Spanish Executives. A Test of Managerial Talent Allocation Model”. *International Journal of Industrial Organization*, 15, 511-532.

Giner E. and V. Salas, 1997, “Sensibilidad de la Inversión a las Variables Financieras: La Hipótesis de Sobreinversión”. *Revista Española de Economía*, 14 (2), 215-227.

Salas, V. 1998. “External and Internal Labor Markets in Spain: A Review from the Perspective of Relational Contracting”, in *Job Creation: The Role of Labor Market Institutions*, J. Gual editor. E. Elgar.

Ortín, P. and V. Salas, 1998. “Agency Theory and Internal Labor Market Explanations of Bonus Payment”. *Journal of Economics and Management Strategy*, 7 (4), 573-613.

Cavero, S., J. Cebollada, V. Salas (1998) “Price formation in channels of distribution with differentiated products: Theory and empirical evidence”, *International Journal of Research in Marketing*.

Salas, V. 2000. “Cultura en las Organizaciones”. *CEDE*, 7, 341-364.

Salas, V. 2000. “The Growth Prospects of the Spanish Economy”. *Volkswirtschaftliche Tagung. National Bank of Austria*, 28, 128-139.

Salas Fumás, V. and P. Purroy, 2000, “Strategic Competition in Retail Banking under Expense Preference Behaviour”. *Journal of Banking and Finance*, 24, 809-824.

Salas Fumás, V. and C. Marcuello, 2000, “Money and Time Donations to Spanish Non Government Organizations for Development Aid”, *Investigaciones Económicas*, 24, 351-392.

---

Marcuello, C. and V. Salas Fumás, 2001, “Non-profit Organizations, Monopolistic Competition and Private Donations: Evidence from Spain”, *Public Finance Review*, 29, 183-207.

Salas, V., 2000. “The Growth Prospects of the Spanish Economy”. *Volkswirtschaftliche Tagung. National Bank of Austria*, 28, 128-139.

Rialp, J. and V. Salas, 2002, “La Colaboración Empresarial desde la Teoría de los Derechos de Propiedad”. *Investigaciones Económicas*, XXVI, 113-144.

Ortín Ángel, P. and V. Salas Fumás, 2002. “Compensation and Span of Control in Hierarchical Organizations”. *Journal of Labour Economics*, 62, 848-876.

Salas Fumás, V. and J. Saurina, 2002, “Credit risk in Two Institutional Regimes: Spanish Commercial and Savings Banks”. *Journal of Financial Services Research*, 22, 203-224.

Merino, F. and V. Salas Fumás, 2002. “Causes and Consequences of Exports’ Channel Integration”. *Spanish Economic Review*, 4, 239-259.

Salas Fumás, V. and J. Saurina, 2003. “Deregulation, Market Power and Risk Behaviour in Spanish Banks” *European Economic Review*, 47(6), 1061-1075.

Oroz, M. and V. Salas, 2003, “Competencia y eficiencia en la Intermediación Bancaria en España”. *Moneda y Crédito*, 217, 73-99.

Crespi, R., M. A. García Cestona and V. Salas Fumás, 2004, “The Corporate Governance of Spanish Banks: Does Ownership Matter?”. *Journal of Banking and Finance*, 28, 2311-2330.

---

Pérez, D., V. Salas Fumás and J. Saurina, 2005, “Banking Integration in Europe”, *Moneda y Crédito*, 22, 105-141.

Salas, V. 2005, “La Regulación del Gobierno Empresarial”. *Moneda y Crédito*, 218, 205-263.

Jiménez, G., V. Salas Fumás and J. Saurina, 2006, “Determinants of Collateral”, *Journal of Financial Economics*, 74, 255-281.

Martín-Oliver, A., V. Salas Fumás and J. Saurina, 2006, “Risk Premium and Market Power in Credit Markets”, *Economics Letters*, 93, 450-456.

Martín, A., V. Salas Fumás and J. Saurina, 2006 “A Test of the Law of One Price in Retail Banking”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 39, 2021–2040.

Ortín Angel, P. and V. Salas Fumás, 2007, “Compensation Dispersion Between and Within Hierarchical Levels”, *Journal of Economics and Management Strategy*, 16, 53-79.

Delgado, J., V. Salas and J. Saurina, 2007, “Joint size and ownership specialization in bank lending”, *Journal of Banking and Finance*, 31, 3563-3583.

Martin Oliver, A. and V. Salas Fumás, 2008. “The Output and Profit Contributions of Information Technology and Advertising Investments in Banks”. *Journal of Financial Intermediation*, 17, 229-255.

Gutiérrez, O. and V. Salas Fumás, 2008, “Performance Standards and Optimal Incentives”, *Journal of Accounting and Economics*, 45, 139-152.

---

Martín Oliver, A., V. Salas Fumás and J. Saurina, 2008, “Search Cost and Price Dispersion in Vertically Related Markets: The case of Bank Loans and Deposits”. *Review of Industrial Organization*, 33, 297-323.

Pérez, D., V. Salas Fumás and J. Saurina, 2008, “Earnings and Capital Management in Alternative Loan Loss Provision Regulatory Regimes”. *European Accounting Review*, 17, 423-445.

Jiménez, G., V. Salas and J. Saurina 2009, “Organizational distance and use of collateral for business loans”. *Journal of Banking and Finance*, 33, 234-243.

Salas, V. 2009, “Modelos de Negocio y Nueva Economía Industrial”, *Universia Business Review*, Tercer trimestre, 122-143.

Salas Fumás, V. and J. Sánchez Asín, 2010, “Calidad del Recurso Empleado y Productividad en España”. *El Trimestre Económico*. Vol. LXXVI, Julio-Septiembre.

Martín Oliver, A. and V. Salas-Fumás, 2010, “IT Investment and Intangibles: Evidence from Banks”. *The Review of Income and Wealth*, 57, 513-535.

Salas Fumás V. 2010, “Governance of the Knowledge Intensive Firm in the Modern Economy”. *International Journal of the Economics of Business*. 17, 3, 349-372.

Galve Górriz, C. and V. Salas Fumás 2011, ¿“Determina la propiedad familiar diferencias en las relaciones entre comportamiento y resultados en las empresas españolas cotizadas?” *Revista de Economía Aplicada*, 19(57), 5-34.

Galve Górriz, C. and V. Salas Fumás. 2011, “Family ownership and firm performance: The net effect of productive efficiency and growth

---

constraints?” *Innovar-Revista de Ciencias Administrativas y Sociales*, 21(40), 155-170.

Gutiérrez, O. and V. Salas-Fumás 2014, “Options in agency with binary uncertainty”, *The Manchester School*, 82, 218-236.

Jiménez, G., V. Salas Fumás and J. Saurina 2011, “The effects of formal and informal contracting in credit availability”. *Journal of Money Credit and Banking*. 43(1), 109-132.

Martín-Oliver, A., S. Ruano and V. Salas-Fumás 2013, “Banks’ equity capital frictions, capital ratios, and interest rates: Evidence from Spanish banks”, *International Journal of Central Banking*, 9(1), 183-226.

Martín-Oliver, A., S. Ruano and V. Salas-Fumás 2013, “Why did high productivity growth of banks precede the financial crisis?” *Journal of Financial Intermediation*, 22(4), 688-712.

Martín-Oliver, A. and V. Salas-Fumás 2012, “IT assets, organization capital and market power: contributions to business value”. *Decision Support Systems*, 52 (3), 612–623.

Medrano-Adán, L., V. Salas-Fumás and J. J. Sánchez-Asín 2014, “Heterogeneous entrepreneurs from occupational choices in economies with minimum wages”. *Small Business Economics*, 43(3). DOI 10.1007/s11187-014-9610-4.

Sáenz, C. and V. Salas-Fumás 2012, “Cambio técnico en la industria del automóvil en España (1983-1992. Un estudio de caso”. *Revista de Historia Industrial*, (50), 155-178.

Sáenz-Royo, C. and V. Salas-Fumás 2013, “Learning to learn and productivity growth: Evidence from a new car-assembly plant”. *OMEGA-International Journal of Management Science*, 41(2), 336-344.

---

Sáenz-Royo, C. and V. Salas-Fumás 2014, “Long-and short-term efficiency in an automobile factory: An Econometric Case Study”. *International Journal of Production Economics*, 156, 98-107.

Salas-Fumás, V. and J. J. Sánchez-Asín 2013, “The management function of entrepreneurs and countries’ productivity growth”. *Applied Economics*, 45(17), 2349-2360.

Salas-Fumás, V. and J.J. Sanchez-Asin 2013, “Entrepreneurial dynamics of the self-employed and of firms: a comparison of determinants using Spanish data”, *International Entrepreneurship and Management Journal*, 9(3), 417-446.

Salas-Fumás, V. and J. J. Sanchez-Asin 2013, “Information and trust in hierarchies”. *Decision Support Systems*, 55(4), 988-999.

Salas-Fumás, V., J. J. Sánchez-Asín and D. Storey 2014, “Occupational choice, number of entrepreneurs and output: Theory and evidence with Spanish data”. *SERIEs-Journal of the Spanish Economic Association*, 5(1), 1-24 DOI 10.1007/s13209-013-0103-5.

Medrano-Adan, L; Salas-Fumas, V; Sánchez-Asín, J. J. 2015, “Heterogeneous entrepreneurs from occupational choices in economies with minimum wages”, *Small Business Economics*, 44 - 3, p. 597 – 619.

Salas-Fumás, V.; Rosell-Martínez, J.; Delgado Gómez, J. M. 2016, “Capacity investment and market power in the economic value of energy firms”, *Energy Economics*, 53, p. 28 – 3.

Salas-Fumás, V.; Sáenz-Royo, C.; Lozano-Rojo, Á. 2016. “Organizational structure and performance of consensus decisions through mutual influences: A computer simulation approach”. *Decision Support Systems*, 86, p. 61-72.



---

Martín-Oliver, A.; Ruano, S.; Salas-Fumás, V. 2017. “The fall of Spanish cajas: Lessons of ownership and governance for banks”. *Journal of Financial Stability*. 33, p. 244-260.

Medrano-Adán, L.; Salas-Fumás, V.; Sánchez-Asín, J. J., 2018. “Firm size and productivity from occupational choices”. *Small Business Economics* p. 1-25.

Salas-Fumás, V.; Sánchez-Asín, J. J. (2018) Social Capital, Trust and Entrepreneurial Productivity. *The Manchester School*. 87 - 5, pp. 607 - 639.

Laborda, J.; Salas Fumás, V.; Suárez, C., 2020, “An endogenous approach to the cyclicity of R&D divestment under credit constraints; firms’ cash flows matter” *Journal of Open Innovation*: 6 - 2, p. 33-56.

Ortiz, J.; Salas Fumas, V. (2019) Technological innovation and the demand for labor by firms in expansion and recession, *Economics of Innovation and New Technology*, 29:4, 417-440, DOI: 10.1080/10438599.2019.1629535.

Salas-Fumás, V.; Ortiz, J. (2019). Innovations’ success and failure in the business cycle. *Sustainability*. 11, 4187; <https://doi.org/10.3390/su11154187>.

Llorens, V., Martín-Oliver, A. & Salas-Fumás, V. (2020) Productivity, competition and bank restructuring process. *SERIEs* **11**, 313–340. <https://doi.org/10.1007/s13209-020-00214-4>.

Laborda, J. Salas, V.; Suárez, C. (2020) Manufacturing firms’ export activity: Business and financial cycles overlap! *International Economics*. 162, p. 1 - 14.

---

Martín-Oliver, A.; Ruano, S.; Salas-Fumás, V. (2020). How does bank competition affect credit risk? Evidence from loan-level data. *Economics Letters*. 196, 109524.

Ortiz, J. and Salas-Fumás, V. (2021), “Why firms stop introducing innovations in the great recession: aggregate demand, financial constraints and risk”, *Journal of Science and Technology Policy Management*, <https://doi.org/10.1108/JSTPM-08-2020-0126>.

Salas-Fumás, V. (2021a), Directors as Trustees: The Nash Axiomatic Approach to Multi-Stakeholder Governance, *Strategic Management Review*, pendiente de publicación.

Salas-Fumás, V. (2021), “Spanish non-financial corporations and the COVID pandemic: vulnerability, resilience and transformation”, *Applied Economic Analysis*, Vol. 29 No. 85, pp. 42-57.

Laborda, J., Rivera-Torres, P., Salas-Fumás, V., Suárez, C. (2021) Is there life beyond the Spanish government’s aid to furloughed employees by COVID-19? *PLoS ONE* 16(6): e0253331. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0253331>.

Laborda, J., Salas, V. & Suárez, C. (2021) Financial constraints on R&D projects and Minsky moments: containing the credit cycle. *Journal of Evolutionary Economics*. <https://doi.org/10.1007/s00191-021-00721-y>.

Medrano-Adán, L., Salas-Fumás, V. (2021) The added value of management skill in the explanation of the distribution of firm size. *Small Bus Econ*. <https://doi.org/10.1007/s11187-021-00447-y>.

Sáenz-Royo, C., Salas-Fumás, V., Lozano-Rojo, A. (2021) Authority and consensus in group decision making with fallible individuals, *Decision Support Systems*, <https://doi.org/10.1016/j.dss.2021.113670>.

---

Gutiérrez, O., Salas-Fumás, V. (2021) Agency contracts under maximum entropy, *Entropy*, 28 83) 957 <https://doi.org/10.3390/e23080957>.

## **ALTRES ARTICLES I CAPÍTOLS DE LLIBRE RECENTS**

Salas Fumás, V. 2001, “La dimensión de la empresa en la economía de la información”, *Papeles de Economía Española*, p. 2-18.

Ortín-Ángel, P. and V. Salas Fumás, 2008, “La creación de spin-off universitarios en España”, *Economía Industrial*, 368, p. 79-85.

Laborda Pemán, M., Salas Fumás, V. 2010 “¿Qué nos dicen el tamaño y la internacionalización de las empresas sobre los factores de desarrollo empresarial en España?”, *Economía Industrial*, 375, p.41-51.

Salas Fumás, V. 2011, “Responsabilidad social corporativa y creación de valor compartido: La RSC según M. Porter y M. Kramer”, *Revista de Responsabilidad Social de la Empresa*, 9, 15-41.

Salas Fumás, V. 2011, “Micro y macro economía de la competitividad con referencias a la economía española”, *Economistas*, 130.

Huerta Arribas, E. y V. Salas Fumás, 2012, “La calidad del recurso empresarial en España: Indicios e implicaciones para la competitividad”. *Papeles de Economía Española*, 132, pp. 19-36.

Salas Fumás, V. y J. J. Sánchez-Asín, 2012, “Emprendedores y capital social en España”, *Economistas*, 132.

Salas Fumás, V. 2012, “Fundamentos económicos de la administración de empresas. ¿Es necesaria una revisión? *Revista Asturiana de Economía*, 46, 121, 137.

---

Salas Fumás, V. 2013, “La financiación externa de la empresa española: situación actual y perspectivas”. *Economía Industrial*, 387, 71-86.

Salas Fumás, V., 2013. “Los beneficios de las sociedades no financieras”, *Economistas*, 135.

Huerta, E., Salas, V. 2014. “Tamaño de las empresas y productividad de la economía española”. Un análisis exploratorio. *Mediterráneo Económico*, 25, 167-191.

Salas Fumás, V. 2015. La manufactura española en la economía de mercado: 1980-2013. Análisis y perspectivas, *Papeles de Economía Española*, 144, p. 56-73.

Salas Fumás, V. 2021, “Salarios y rentas del capital en la empresa española: enseñanzas sobre la desigualdad”. *Papeles de Economía Española*, 167, p. 2-21.

Huerta, E., Novales, A., Salas, V. 2021, “Condiciones que favorecen el emprendimiento: análisis económico y propuestas”. *Cuadernos de información Económica*, 282, p. 1-12.

Huerta, E. Martínez Ros, E., Salas Fumás, V. 2021 Un lugar para la empresa en la economía industrial, *Información Comercial Española*, p. 63-81.

## **LLIBRES**

Ocaña, C. y V. Salas, 1985, *Técnicas para la determinación de precios públicos*, Instituto Nacional de Administración Pública, Madrid.

---

Lafuente, A., V. Salas y M.<sup>a</sup> Jesús Yagüe, 1985. *Productividad y capital tecnológico en la economía española: 1965-1980*. Colección Economía e Industria. Ministerio de Industria, Madrid.

Bachiller, A., A. Lafuente, V. Salas, 1987, *La Gestión Económico-Financiera del Circulante* (2<sup>a</sup> edición). Pirámide, Madrid.

Salas Fumás, V. 1987, 1996, *Economía de la empresa, decisiones y organización*, Ariel. Barcelona.

Mato, G. y V. Salas, 1992, *Valoración económica del beneficio y el capital*, FEDEA -Mundi Prensa, Madrid.

Fuentelsaz, L. y V. Salas, 1992, *Ensayos sobre banca al por menor*, Fundación BBV, Bilbao.

Salas, V. 1999. *El gobierno de la empresa*, Fundación Empresa y Ciencia. Barcelona.

Salas, V. and J. Sanau, 1999. *Capitalización y crecimiento de la economía aragonesa* Fundación BBV. Bilbao.

Salas Fumás, V., 2002, *El gobierno de la empresa*, Fundación La Caixa. Barcelona.

Galve Górriz, C. y V. Salas Fumás, 2003, *La empresa familiar en España*, Fundación BBVA. Bilbao.

Salas Fumás, V. 2007, *El siglo de la empresa*, Fundación BBVA. Traducción al italiano en 2012.

Salas Fumás, V. 2021 (previsto), *Las sociedades no financieras en España en el euro*. Prensas Universidad de Zaragoza.

---

## **ALTRES PUBLICACIONS**

Diverses publicacions repartides al llarg dels anys a *Papeles de Economía Española*, *Información Comercial Española*, *Economía Industrial*, *Papeles del Sistema Financiero*, *Economistas*, *Ekonomiaz*, *Responsabilidad Social de la Empresa*, etc.

Diverses col·laboracions en capítols de llibres.

## **DIRECCIÓ DE TESIS DOCTORALS**

Direcció de 25 tesis doctorals. Una gran majoria de doctors són actualment professors d'universitat repartits en diversos centres espanyols. Vuit doctors són actualment catedràtics d'universitat.

## **PROJECTES DE RECERCA**

Des de 1985 i de forma continuada ha estat l'investigador principal en projectes de recerca finançats pels Plans Nacionals d'Investigació dels ministeris d'Educació, Ciència i Tecnologia.

Fins al 2020 ha estat l'investigador principal del grup de recerca CREVALOR, finançat pel Govern Autònom d'Aragó.

Projectes de recerca finançats per la Fundació del BBVA, FUNCAS, etc.

Entre el gener de 2004 i el juny de 2006 va ser investigador col·laborador al Banc d'Espanya (Estabilitat Financera).

Investigador associat a l'IEDIS, 2020–.

Investigador associat a FUNCAS, 2021–.

---

## LLOCS INSTITUCIONALS

### **Gestió universitària**

Vicedegà de la Facultat de Ciències Econòmiques i Empresariales.

Membre de la Junta de Govern de la Universitat de Saragossa.

Membre del Consell Consultiu del Rector de la Universitat de Saragossa.

Director del Departament d'Economia de l'Empresa de la Universitat de Saragossa.

### **Gestió de la recerca**

Membre del Consell Assessor de Recerca del Govern d'Aragó, 1984–1987.

Coordinador de l'Àrea de Dret i Economia de la Comissió Nacional de Ciència i Tecnologia del Govern Espanyol, 1986–1990.

President de la Ponència de l'Àrea de Dret i Economia de la Comissió Nacional de Ciència i Tecnologia del Govern d'Espanya, 1991–1992.

Membre de lliure designació de la Comissió d'Avaluació de l'Activitat Investigadora, 2005–2007.

Ha participat en comissions d'avaluació i docència de diferents comunitats autònomes, especialment l'AQU de la Generalitat de Catalunya.

Membre del Consell Assessor del CDETI, 2004–2006.

---

Membre del Consell Assessor Acadèmic de la Fundació BBVA, 2000–2006.

Membre del Comitè Científic de FEDEA, 1987–2011.

Membre del Consell Assessor de l'Escola de Finances Aplicades.

### **Professional**

Membre del Consell de Govern del Banc d'Espanya, 1994–1998.

Membre del Consell de Govern i de la Comissió Executiva del Banc d'Espanya, maig 2006 – maig 2012.

Membre del Consell de Govern i de la Comissió Executiva del Banc d'Espanya, juny 2012 – juny 2018.

Membre de la Comissió de Control d'IberCaja en representació del Govern d'Aragó, 2000–2006.

Membre del Consell d'Administració de RTV d'Aragó, 2004–2006.

Membre del Corporate Economists Advisory Board de la Cambra de Comerç Internacional, 1994–2000.

President de la Fundació d'Economia Analítica (CSIC), 1998–2003.

Membre del Consell Editorial d'*Expansión*, 2000–2005.

Membre del Patronat i de la Comissió Executiva del CEMFI.

Membre fundador del Centre d'Economia Industrial (UAB).



---

## CONFERENCIANT CONVIDAT

- Jornades d’Economia Industrial.
- Simposi d’Anàlisi Econòmica.
- Jornades d’Economia Financera.
- Trobades d’Economia Aplicada.
- Congrés d’Economia Regional.
- Congrés de la Iberoamerican Academy of Management.
- Jornades d’Economia de la Salut.
- National Convention of European Foundation for Quality Management.
- Lliçons magistrals, Fundació BBVA.
- Lliçons magistrals, Fundació La Caixa.
- Fundació Étnor.
- Universitats i departaments universitaris.

## ALTRES

- Membre de diverses associacions científiques.
- Membre del Consell Editorial de *Journal of Banking and Finance* i de *Decision Support Systems, Economía Industrial*. Anteriorment, membre dels consells editorials d’*Investigaciones Económicas, Revista Española de Economía, Revista de Economía Aplicada, Hacienda Pública, Moneda y Crédito*.
- Avaluador regular d’articles per a revistes acadèmiques.
- Coordinador dels estudis propis de la Universitat de Saragossa.
- Màster de Gestió Pública i Màster de Gestió Sanitària.
- Set sexennis positius d’avaluació de l’activitat investigadora (CNEAI).
- Un sexenni positiu d’avaluació de l’activitat de transferència (CNEAI).
- Set sexennis d’avaluació positiva de la docència.

Saragossa, novembre de 2021

---

## **Punt 8.1. Nomenament de doctor o doctora Honoris Causa: Nomenament de doctor Honoris Causa de la Facultat d'Economia i Empresa**

### **Acord 111/2019, de 4 de desembre, del Consell de Govern**

Vista la petició formulada pel Deganat de la Facultat d'Economia i d'Empresa, i l'acord de la Junta de la Facultat de data 26 de juny de 2018 pel qual se sol·licita al Consell de Govern el nomenament del doctor Vicente Salas Fumàs, com a doctor honoris causa de la Universitat Autònoma de Barcelona.

Atès que tant del currículum del candidat com de la documentació referent als seus mèrits i de les circumstàncies que concorren, queda acreditat que la seva activitat en el camp de la docència i de la recerca el fan mereixedor d'obtenir la distinció de doctor honoris causa de la Universitat Autònoma de Barcelona.

Atès que la Normativa que regula el procediment per a l'atorgament del títol de doctor Honoris Causa aprovada pel Consell de Govern en data 26 de maig de 2004 en el seu article 5.2 estableix que el Consell de Govern podrà atorgar un nomenament cada dos anys a la Facultat de Ciències, la Facultat de Filosofia i Lletres i a la Facultat de Medicina, i un nomenament cada quatre anys a cadascun dels centres restants.

Atès que la proposta de la Facultat d'Economia i d'Empresa compleix els requisits exigits a la normativa abans esmentada.

Vista la conformitat del Gabinet Jurídic.

Per tot això, a la vista de les consideracions anteriors, a proposta de la Junta de la Facultat d'Economia i d'Empresa, el Consell de Govern ha adoptat els següents

#### **ACORDS:**

**PRIMER.** Nomenar el doctor Vicente Salas Fumàs, doctor honoris causa de la UAB.

**SEGON.** Encarregar al secretari general i al vicerector de Relacions Institucionals i de Cultura l'execució i el seguiment d'aquest acord.

**TERCER.** Comunicar el present acord a la Facultat d'Economia i d'Empresa.