



Universidad de Navarra

# *Occasional Paper*

---

OP nº 03/10

Enero, 2003

LAS FUNCIONES DE LA EMPRESA:  
EL PAPEL DE LA MAXIMIZACION DEL VALOR  
PARA EL ACCIONISTA

Antonio Argandoña \*

---

*Publicado por la Cátedra Economía y Ética*

\* Profesor de Economía, IESE

La finalidad de los IESE Occasional Papers es presentar temas de interés general a un amplio público. A diferencia de los Documentos de Investigación, no pretenden ofrecer aportaciones originales a los conocimientos empresariales.

IESE Business School - Universidad de Navarra

Avda. Pearson, 21 - 08034 Barcelona. Tel.: (+34) 93 253 42 00 Fax: (+34) 93 253 43 43

Camino del Cerro del Águila, 3 (Ctra. de Castilla, km 5,180) - 28023 Madrid. Tel.: (+34) 91 357 08 09 Fax: (+34) 91 357 29 13

Copyright© 2003, IESE Business School. Prohibida la reproducción sin permiso

## **LAS FUNCIONES DE LA EMPRESA: EL PAPEL DE LA MAXIMIZACION DEL VALOR PARA EL ACCIONISTA**

### **Resumen**

Las empresas existen porque, bajo ciertas condiciones, las relaciones jerárquicas son más eficientes que las basadas en el libre mercado. Pero esas relaciones exigen definir un gobierno corporativo. El objeto de este artículo es discutir la condición de maximización del valor social para el accionista, que suele señalarse como objetivo de la empresa, y sus implicaciones para el gobierno corporativo. Se pasa revista a los distintos argumentos presentados para defender esa maximización del valor, así como sus consecuencias para la eficiencia económica del sistema, para el reparto de las relaciones de poder dentro de la empresa y para sus expectativas de beneficios a largo plazo.

Clasificación JEL: C30, C34, I21

**Palabras clave:** gobierno corporativo, maximización del valor, maximización del beneficio, eficiencia económica.

## **LAS FUNCIONES DE LA EMPRESA: EL PAPEL DE LA MAXIMIZACION DEL VALOR PARA EL ACCIONISTA**

### **La naturaleza del problema del gobierno corporativo (1)**

Según la ciencia económica, la empresa existe porque, bajo ciertas condiciones, las relaciones jerárquicas (“orden y mando”) pueden ser más eficientes que las relaciones basadas en el intercambio libre en el mercado (2). Pero el establecimiento de relaciones jerárquicas lleva consigo la necesidad de un gobierno corporativo, entendido como el sistema de dirección y control de las empresas en el que se definen los derechos y obligaciones de sus propietarios, directivos y empleados (y, en su caso, de otros *stakeholders*), así como los procedimientos y reglas para la toma de decisiones en la organización. Este artículo no pretende desarrollar toda la complejidad de los problemas que lleva consigo el control corporativo, sino que se limita a discutir un aspecto concreto del mismo, a saber, el que se deriva de la maximización del valor de las acciones como objetivo –real o presunto– de la empresa.

En un gran número de empresas, la propiedad y el control están separados (3). Ello implica que el propietario (el principal) necesita contratar a un directivo (su agente) para que gestione la empresa en su nombre y de acuerdo con sus intereses (contrato de agencia) (4). El problema es que los contratos de este tipo no son completos: no pueden contemplar todas las situaciones posibles, ni pueden especificar las conductas que resultarían óptimas en todas y cada una de esas situaciones.

Esto supone que el directivo (el agente) puede buscar su interés propio, y no el del propietario. Cabe, pues, que las conductas óptimas previstas en el contrato de agencia no coincidan con las efectivamente llevadas a cabo por el agente (oportunismo). En concreto, en la empresa se generan rentas (de situación, de calidad, de función, de dedicación, de capital humano, etc.), que el directivo puede intentar capturar, en vez de seguir estrictamente las indicaciones del propietario (5). Es así como se presenta en la empresa un conflicto de intereses entre el principal y el agente, que determinará quién tratará de aprovecharse de quién.

Por ejemplo, un gerente que haya acumulado un elevado stock de capital humano específico –por ejemplo, un excelente conocimiento de la empresa, de sus procesos productivos,

---

(1) Este trabajo forma parte de las actividades de la Cátedra Economía y Ética del IESE. Mi agradecimiento al profesor Javier Estrada por sus comentarios a un primer borrador, y a la Fundación José y Ana Royo por su ayuda económica.

(2) Cfr. Coase (1937).

(3) Véase el análisis ya clásico de Berle y Means (1932).

(4) Sobre la teoría de la agencia, véanse Alchian y Demsetz (1972), Fama y Jensen (1983a y b), Jensen y Meckling (1976), Klein et al. (1978) y Williamson (1975, 1985).

(5) Cfr. Bebchuk et al. (2002).

de sus clientes, de su equipo humano, etc.—, será altamente productivo en ella. En esas condiciones, ese gerente puede presionar a la propiedad de la empresa para que se le pague una remuneración más elevada, que llegue a capturar todas las rentas generadas por su capital humano específico, e incluso otras posibles rentas de las señaladas antes, hasta un límite representado por el valor actual descontado del coste para la empresa de prescindir de sus servicios, buscar otro gerente, formarle y pagarle su sueldo. Claro que si el capital humano generado es rentable sólo en la empresa, los propietarios podrán amenazar al gerente con despedirlo si no acepta un salario más bajo, hasta un límite igual al valor actual descontado de la remuneración que el directivo despedido podría encontrar en otra ocupación alternativa. Este ejemplo pone de manifiesto cómo habrá un límite máximo a las rentas que el gerente puede apropiarse sin riesgo de ser despedido, y un límite mínimo al salario que los propietarios le pueden obligar a aceptar sin que el directivo se marche. Entre ambos límites, el reparto de las rentas dependerá del poder relativo de ambas partes. Y la definición de ese poder y de sus límites será el objeto de la fórmula de gobierno corporativo que se adopte, entre otras variables.

El problema así definido se complica, principalmente por dos razones: la existencia de información incompleta y asimétrica y los obstáculos para la acción colectiva. La información asimétrica se da cuando una de las partes en la relación tiene una información que la otra no posee. Por ejemplo, el directivo conoce el estado de la empresa, la evolución prevista de la demanda de sus productos, las perturbaciones del entorno, etc., con una precisión que no tienen los propietarios, como también es superior su conocimiento del nivel de esfuerzo aplicado por él mismo a la solución de los problemas de la empresa. Y puede utilizar esos conocimientos en beneficio propio en sus relaciones con los propietarios, a la hora de apropiarse de las rentas generadas.

Las dificultades para la acción colectiva se presentan cuando los accionistas, pequeños y dispersos, tratan de actuar de forma coordinada frente al posible oportunismo del gerente. Porque la naturaleza de aquella acción colectiva implica que un accionista aislado carecerá de incentivos para controlar al directivo, dados los elevados costes que esto le supone y el hecho de que la mayor parte del beneficio potencial que obtenga de dicho control será apropiado por los demás accionistas, aunque no hayan incurrido en los mismos costes.

¿Por qué es un problema todo lo anterior? Una razón coyuntural, vigente a principios del siglo XXI, es la pérdida de confianza de los inversores en el funcionamiento eficiente del mercado de capitales, con los problemas que esto lleva consigo, principalmente el retraimiento del capital de riesgo. Y otra razón, más de fondo, es la posible ineficiencia del sistema económico provocada por las conductas explicadas antes: mientras el conflicto de intereses se limite al reparto de unas rentas entre propietarios y accionistas, nada importante está en juego desde el punto de vista de la eficiencia; pero se pueden producir también situaciones en las que el sistema no funciona eficientemente, como cuando los directivos impiden una opa que podría dar lugar a una gestión más eficiente de la empresa en manos de los nuevos propietarios, o cuando llevan a cabo una política de diversificación y crecimiento simplemente para aumentar su poder, aun a costa de la eficiencia de la empresa.

### **El papel de la maximización del valor para el accionista**

En los párrafos anteriores se ha hecho referencia, una vez y otra, al enfrentamiento entre los intereses de los propietarios o accionistas y el de los directivos, y al impacto que esto puede tener sobre la eficiencia de la empresa. Es hora, pues, de que prestemos atención al argumento de fondo que inspira la teoría económica convencional: la tesis de que el

objetivo de la empresa debe ser la maximización del valor para el accionista, y su corolario de que el gobierno de la empresa debe orientarse a hacer posible esa maximización.

El argumento podría enunciarse en los siguientes términos simplificados. El objetivo del sistema económico es la máxima eficiencia. Esta se consigue, bajo ciertas condiciones, cuando los agentes individuales maximizan su utilidad y las empresas maximizan su valor social. En un mundo de contratos perfectos, el máximo valor social de la empresa coincide con el máximo valor de las acciones a largo plazo. Y si los mercados financieros son eficientes, el máximo valor de las acciones a largo plazo se refleja en el valor de dichas acciones en bolsa en cada momento. Por tanto, la tarea del directivo es obtener ese máximo valor de las acciones en bolsa, y el problema del gobierno de la empresa es conseguir un sistema de contratos, normas e incentivos que muevan a los directivos a comportarse de ese modo en todo instante. Este es, además, un objetivo cuantificable y verificable, de modo que permite juzgar la efectividad de los gerentes en su gestión (6). Y la mejor manera de conseguirlo es ligando total o parcialmente la remuneración de los directivos al valor de las acciones en bolsa, sea porque tengan una participación en el capital de la empresa, sea porque se les paga mediante acciones, opciones sobre acciones u otras fórmulas parecidas.

Es interesante hacer notar que la explicitación del objetivo de la empresa no arranca de un estudio empírico, que llegue a la conclusión de que las empresas tratan siempre de maximizar el valor para su propietario (7). Ni tampoco se define dicho objetivo a partir de un estudio de la esencia o naturaleza de la empresa –lo que no se corresponde con las concepciones filosóficas que han presidido su creación y su evolución, desde Adam Smith hasta nuestros días. Más bien, el objetivo viene dado desde fuera, como un requisito de la racionalidad del sistema económico. Si consideramos que el ser humano actúa siempre movido por el “principio económico” (8) de conseguir los mejores resultados con los recursos disponibles –o de minimizar los recursos necesarios para obtener un resultado dado–, la lógica del sistema económico “debe ser” la de la eficiencia, definida por esa relación entre recursos y resultados (9).

La empresa, pues, “debe” maximizar el valor para el accionista porque esto permite la consecución de la máxima eficiencia económica del sistema (10). Ahora bien, este es un objetivo metaeconómico, que los economistas aceptamos sin discutir, pero que debería ser objeto de un análisis detallado. ¿Es la máxima eficiencia económica “el” objetivo de la sociedad? Seguramente no estaríamos de acuerdo con ello, aunque sí estaríamos dispuestos a aceptar que la vertiente económica de la sociedad –lo que he llamado antes el sistema económico– sí debe orientarse hacia esa máxima eficiencia –lo que plantearía el problema de las relaciones entre la sociedad en general y el sistema económico en particular. Es un hecho que el hombre trata de ser eficiente en su actuación (el “principio económico” mencionado antes), pero, ¿debe ser la eficiencia “el” objetivo de su actuación?

---

(6) La importancia de que el directivo deba perseguir un solo objetivo cuantificable viene señalada en Jensen (2001).

(7) Nótese que en algunos casos el directivo puede recibir el mandato de maximizar el valor de las acciones para su propietario, pero en otros casos ese mandato no se produce, sino que se da por supuesto.

(8) Cfr. Mises (1966).

(9) En este punto, es obligada la referencia a Friedman (1970). No entro aquí en la discusión de los supuestos que tienen que cumplirse para que la optimalidad paretiana aquí definida sea admisible. Sobre este tema, véanse Argandoña (1998), Buchanan (1985), Hamlin (1986) y Sen (1979).

(10) Esta es también la razón última propuesta por Jensen (2001).

Porque, además, ¿qué es la eficiencia así definida? Una relación entre resultados obtenidos y recursos empleados. Pero, ¿qué resultados y qué recursos? El economista se limita a los resultados económicos mensurables (ingresos, en el caso de la empresa) y a los recursos económicos empleados (costes) (11). Pero, ¿deberíamos considerar otros resultados y otros recursos, no económicos y quizá no mensurables, pero también relevantes, como los deterioros morales producidos en los agentes económicos como consecuencia de sus actuaciones, o sus aprendizajes de conocimientos, de capacidades, de actitudes y de valores? (12). Porque esos otros resultados y esos otros recursos van a tener efectos sobre las conductas y, por tanto, sobre la eficiencia futura de las personas, de las empresas y del sistema económico (13).

No podemos seguir desarrollando este conjunto de ideas. Pero lo dicho hasta ahora es suficiente para llamarnos la atención, primero, sobre el hecho de que el “objetivo” de la empresa –la maximización del valor para el accionista– no es un objetivo autónomo, sino que le viene dado a partir del supuesto “objetivo” del sistema económico, y que éste resulta de la generalización de la conducta optimizadora del ser humano (el “principio económico”), hasta convertirlo en “fin” de su conducta, al menos en todas las decisiones que tengan una naturaleza asignativa.

Y nuestros comentarios ponen de manifiesto, en segundo lugar, que el concepto de eficiencia al que se ordena la maximización del valor para el accionista es un concepto ambiguo –tanto en los recursos considerados como en los resultados conseguidos–, limitado a variables de naturaleza económica. En la medida en que esto lleve a omitir otras variables relevantes, la consecución de la eficiencia económica no garantizará el mantenimiento de esa misma eficiencia en el tiempo: el sistema puede ser inestable (14).

¿Debemos abolir, pues, la maximización del valor para el accionista como objetivo de la empresa? No, pues eso equivaldría a abolir la eficiencia económica como uno de los objetivos –no el único– de la acción humana. En la medida en que el hombre se mueva por el “principio económico” y trate de ser eficiente en todas sus acciones, las empresas deberán maximizar su valor social (15), porque esto es una condición para aquello, al menos bajo ciertas condiciones. Pero si el hombre se mueve no sólo por el “principio económico”, y si el concepto de eficiencia incluye no sólo las variables económicas apuntadas antes, esto implica que el objetivo de la empresa no puede limitarse a la maximización del valor, y que debe tener en cuenta el impacto que sobre dicho valor futuro pueden tener las variables no económicas.

---

(11) «La eficiencia es una cualidad de la que se habla cuando se considera “lo útil para”, lo “válido en orden a”, es decir, cuando nos situamos en el contexto de la conexión o relación entre medios y fines. De ahí la complejidad de toda afirmación de eficiencia, y particularmente de toda afirmación de eficiencia que vaya más allá del nivel técnico en sentido estricto o restringido, es decir, que no se limite a señalar la capacidad de un determinado medio para producir un determinado fin (...). Un discurso que se desarrolla en términos de eficiencia es, por eso, un discurso incompleto, suspendido en el vacío; o bien, en otros casos, un discurso que no pone de manifiesto sus implícitos, pues está presuponiendo un determinado fin, aunque a veces no lo manifieste de forma clara» (Illanes, 1994, pág. 31).

(12) Sobre algunas formas de aprendizaje en conductas económicas elementales, cfr. Argandoña (2002).

(13) Pérez López (1993) señala que en toda decisión humana hay que considerar tres dimensiones, que él llama eficacia, eficiencia y consistencia, y que los cambios en esas dimensiones afectan a la posibilidad de conseguir la eficacia futura –lo que he llamado eficiencia en el texto.

(14) He expuesto antes este argumento de inestabilidad en Argandoña (1991).

(15) «El bienestar social se maximiza cuando todas las empresas en una economía tratan de maximizar su propio valor total (...) y cuando digo “valor”, quiero decir valor “social”» (Jensen, 2001, pág. 11). Jensen parece utilizar aquí un concepto más amplio de valor, que incluiría otras variables relevantes para el bienestar social. Sin embargo, acaba concluyendo que «el valor de una empresa es simplemente el valor de mercado a largo plazo de su flujo esperado de beneficios» (Jensen, 2001, pág. 11).

Esta conclusión puede ser poco satisfactoria para los economistas, que piensan que al directivo hay que proponerle siempre un objetivo claro y sólo uno, porque la existencia de dos o más introduce una ambigüedad en su conducta y hace imposible juzgar su gestión. Pero nadie ha dicho que la tarea de un directivo de actividades socioeconómicas sea una tarea sencilla, ni que lo sea la de juzgarle. En definitiva, tendrá que buscar, siempre que sea posible, la maximización del valor para el accionista, pero sabiendo que hay ocasiones en que deberá anteponer otros objetivos. Y el consejo de administración o los accionistas que juzguen la conducta y los resultados del gerente tendrán que saber entender esas desviaciones y valorarlas debidamente.

Para acabar de complicar el análisis, la maximización del valor para el accionista no garantiza la consecución de la máxima eficiencia económica del sistema, si no se cumplen unas condiciones que, en la práctica, rara vez se dan: competencia plena, ausencia de fallos de mercado, información completa en todos los interesados, etc. (16). Pero esto significa que, o bien se cambia el entorno en que se mueve la empresa, de modo que esas condiciones se cumplan siempre –internalizando los efectos externos, proveyendo un volumen óptimo de bienes públicos, corrigiendo las asimetrías de información, restaurando las condiciones para una competencia perfecta o, al menos, suficiente, etc.–, o bien los gerentes deben considerar los efectos de sus decisiones que implican una pérdida de eficiencia para el sistema –lo que implica que la maximización del valor para el accionista no puede ser el único objetivo de la empresa, aunque sí debe ser una parte, y muy importante, del mismo.

## **Contratos y mercados de capitales**

La moderna teoría de la empresa parte del supuesto de que ésta es un conjunto de contratos, explícitos o no (17). Si la contratación es libre y voluntaria, todos los que participan en la producción –directivos, empleados, clientes, proveedores, inversores, etc.– se llevan una participación del valor de lo producido igual al valor marginal de su colaboración, si se cumplen las condiciones competitivas –y, si no se cumplen, se produce un reparto de rentas similar al descrito más arriba, además de una pérdida de eficiencia. En todo caso, la maximización de la eficiencia social se consigue si se reducen los costes de monitorización de los contratos, lo cual exige que el control recaiga en aquel factor productivo que recibe el residuo resultante de restar a los ingresos totales los gastos producidos al pagar a todos los que han contribuido a la producción según los contratos suscritos (18). Pero nótese que esto sólo será cierto si se cumplen las condiciones antes señaladas para la competencia perfecta y, en concreto, que los contratos sean perfectos, que no haya contratos no factibles (como serían, por ejemplo, los que afecten a las generaciones futuras) y que los contratos firmados libremente entre dos partes no tengan efectos externos sobre otras partes afectadas.

La siguiente etapa en nuestro razonamiento afirma que, si los mercados financieros son perfectos y eficientes, reflejarán en cada momento el valor del flujo descontado de beneficios esperados de la empresa, es decir, lo que hemos llamado el valor para el accionista. Si esto es así, lo que debe hacer el directivo es dirigir la empresa de modo que consiga siempre el máximo valor posible de sus acciones en bolsa, para lo cual es muy

---

(16) Cfr. Winch (1971) para una explicación detallada de esas condiciones.

(17) Cfr. Boatright (2002), Bradley et al. (2000).

(18) Maximizar el residuo implica maximizar el valor actual descontado del flujo futuro de beneficios, es decir, maximizar el valor para el accionista, como se ha explicado antes. Cfr. Jensen (2001), pág. 11.

conveniente que su remuneración se vincule al valor de dichas acciones, mediante opciones sobre acciones y otras fórmulas similares.

Llegados a este punto, se presentan varios problemas. Primero, se ha producido, en la práctica, un sutil desplazamiento del énfasis, de la maximización del valor del accionista como condición de eficiencia económica a la maximización del valor de la acción en el corto plazo, es decir, de maximizar el residuo, porque esto es lo mejor para todos, a hacer que el residuo sea el mayor posible, aun a costa de los intereses de otras partes interesadas y aun a costa del flujo de beneficios o de la supervivencia de la empresa a largo plazo (19). O, con otras palabras, se ha cambiado el énfasis de la maximización del beneficio como medio para que la empresa cumpla su función social, a poner la empresa al servicio exclusivo de los accionistas. Porque, segundo, los mercados financieros no han probado ser eficientes (20), de modo que la cotización de una acción en bolsa en un momento determinado no tiene por qué reflejar el valor actual descontado de los beneficios futuros esperados, como se pudo comprobar en la burbuja especulativa de finales de los años noventa.

Y tercero, la remuneración de directivos mediante acciones u opciones sobre acciones puede crear incentivos perversos, que lleven a la manipulación del valor de las acciones a corto plazo, y no a la maximización del valor para el accionista a largo plazo. Resultados de esos incentivos podrían ser las operaciones de compraventa de acciones con información privilegiada, el anuncio de decisiones que tendrán efectos inmediatos sobre el valor de las acciones, la manipulación de la contabilidad para acomodar los resultados en libros a lo que espera el mercado de valores, etc. Y, desde luego, un cambio sutil en la naturaleza del contrato del directivo con la empresa, que pasa a ser ocasional y a corto plazo, en función de las expectativas de beneficios sobre sus acciones o sus opciones, acerca de las cuales el directivo tiene siempre información superior a la de sus accionistas o a la del mercado.

## Conclusiones

Los economistas seguiremos elaborando nuestros modelos sobre el supuesto de que las empresas maximizan el valor para el accionista, porque no sabemos cómo hacer frente a situaciones en las que un agente debe tomar decisiones complejas atendiendo a una multiplicidad de objetivos. Al hacerlo, cometeremos algunos errores que, en muchos casos, serán, probablemente, pequeños, porque las empresas se comportan razonablemente de ese modo, sin especiales consecuencias para su futuro. Pero en modo alguno debemos enseñar a nuestros estudiantes de economía y administración de empresas que éstas deben gestionarse

---

(19) Mintzberg et al. (2002) han puesto de manifiesto cómo accionistas no comprometidos pueden estar más interesados en reducir plantillas o inversiones en investigación y desarrollo para conseguir aumentar el valor de las acciones a corto plazo, quizás a costa del valor y aun de la supervivencia de la empresa a largo plazo. Esto tiene que ver con la tiranía del corto plazo en los mercados financieros: los gerentes de las instituciones financieras se ven sometidos a rankings trimestrales, que les obligan a adoptar políticas de muy corto plazo, simplemente para no perder posiciones ante sus competidores, porque los inversores saltan con facilidad de un fondo a otro buscando la rentabilidad en el corto plazo –pero no en el largo plazo, que sería compatible con la función que la maximización del valor para el accionista debería tener en la creación de eficiencia económica. Al final, como señalan Mintzberg et al. (2002), se acaba jugando «mirando al marcador, no a la pelota» (pág. 9). Cfr. también Kennedy (2000).

(20) En el triple sentido de eficiencia informativa (capacidad de descubrir el precio correcto de un activo financiero, dada la información disponible), asignativa (si hace un adecuado uso de las señales que proporcionan los conjuntos de precios para asignar los recursos disponibles entre las mejores oportunidades de inversión) y operativa (capacidad de llevar a cabo sus tareas con el mínimo coste posible). Cfr. Lazzari (2002).



buscando siempre la maximización del valor como único objetivo, porque, en algunos casos al menos, ese objetivo no sería el apropiado para los intereses de la empresa a largo plazo o para los de la sociedad en su conjunto.

Dirigir una empresa es una tarea compleja, en la que hay que atender, desde luego, a la eficiencia económica –en el sentido de que lo obtenido tenga un valor social mayor que el de todos los recursos empleados–, pero que no se puede reducir a la consecución de la máxima eficiencia económica, por varias razones que se han explicado en este artículo: sobre todo, porque la máxima eficiencia se consigue sólo cuando se cumplen unas condiciones que, en la realidad, son realmente raras (lo que exige, también para conseguir la eficiencia económica, ir más allá de la simple maximización del valor para el accionista), y porque hay variables no económicas que deben ser tenidas en cuenta (entre otras razones, porque acaban afectando a la viabilidad misma de la eficiencia económica). Y, en todo caso, no debe tomarse como guía para la gestión de la empresa el valor de la acción en bolsa en un momento determinado, ni debe aceptarse la tiranía del corto plazo como criterio para la maximización del valor para el accionista.

## Referencias

- Alchian, A. A. y H. Demsetz (1972), «Production, information costs, and economic organization», *American Economic Review*, 62.
- Argandoña, A. (1991), «Ética y economía de mercado», *Información Comercial Española*, 691.
- Argandoña, A. (1998), «Ethical perspectives on finance», presentado a la conferencia *Conceiving Ethics in Business*, Tilburg University.
- Argandoña, A. (2002), «La teoría de la acción y la teoría económica», preparado para el libro colectivo «Antropología y teoría económica», R. Rubio de Urquía, ed.
- Bebchuk, L. A., J. M. Fried y D. I. Walker (2002), «Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation», John M. Olin Center for Law, Economics, and Business, Harvard University, Discussion Paper No. 366.
- Berle, A. A. y G. C. Means (1932), «The Modern Corporation and Private Property», Harcourt, Brace & World, Nueva York.
- Boatright, J. R. (2002), «Ethics and corporate governance: Justifying the role of shareholder», en N. E. Bowie, ed., «The Blackwell Guide to Business Ethics», Blackwell, Oxford.
- Bradley, M., C. A. Schipani, A. K. Sundaram y J. P. Walsh (2000), «The purposes and accountability of the corporation in contemporary society: Corporate governance at the crossroads», <http://www.law.duke.edu/journals/62LCPBradley>.
- Buchanan, A. (1985), «Ethics, Efficiency, and the Market», Clarendon Press, Oxford.
- Coase, R. H. (1937), «The nature of the firm», *Economica*, N. S., 4.
- Fama, E. F. y M. C. Jensen (1983a), «Separation of ownership and control», *Journal of Law and Economics*, 26.

- Fama, E. F. y M. C. Jensen (1983b), «Agency problems and residual claims», *Journal of Law and Economics*, 26.
- Friedman, M. (1970), «The social responsibility of business is to increase its profits», *The New York Time Magazine*, 13 de septiembre.
- Hamlin, A. P. (1986), «Ethics, Economics and the State», Wheatsheaf Books, Brighton.
- Illanes, J. L. (1994), «El mercado: Etica y eficiencia», en D. Melé, ed., «Etica, mercado y negocios», Eunsa, Pamplona.
- Jensen, M. C. (2001), «Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function», *Journal of Applied Corporate Finance*, 14.
- Jensen, M. C. y W. H. Meckling (1976), «Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure», *Journal of Financial Economics*, 3.
- Kennedy, A. (2000), «The End of Shareholder Value», Orion Business Books, Londres.
- Klein, B., R. G. Crawford y A. A. Alchian (1978), «Vertical integration, appropriable rents, and the competitive contracting process», *Journal of Law and Economics*, 21.
- Lazzari, V. (2002), «Myths of shareholder value and efficiency», *European Business Forum*, 11.
- Mintzberg, H., R. Simons y K. Basu (2002), «Beyond selfishness», <http://www.henrymintzberg.com>.
- Mises, L. (1966), «Human Action», Regnery, Chicago.
- Pérez López, J. A. (1993), «Fundamentos de la dirección de empresas», Rialp, Madrid.
- Sen, A. K. (1979), «Utilitarianism and welfarism», *Journal of Philosophy*, 76.
- Williamson, O. E. (1975), «Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications», The Free Press, Nueva York.
- Williamson, O. E. (1985), «The Economic Institutions of Capitalism», The Free Press, Nueva York.
- Winch, D. (1971), «Analytical Welfare Economics», Penguin Books, Harmondsworth.