



**CIRIEC-España, Revista de Economía Pública, Social y  
Cooperativa, n° 40, abril 2002, pp. 73-98**

# **Participación financiera de los trabajadores y creación de valor: una propuesta operativa de comportamiento con relación a los objetivos empresariales**

**Gustavo Lejarriaga Pérez de las Vacas**

Universidad Complutense de Madrid

*CIRIEC-España, revista de economía pública, social y cooperativa*

ISSN: 0213-8093. © 2002 CIRIEC-España

[www.ciriec.es](http://www.ciriec.es)    [www.uv.es/reciriec](http://www.uv.es/reciriec)

# Participación financiera de los trabajadores y creación de valor: una propuesta operativa de comportamiento con relación a los objetivos empresariales

**Gustavo Lejarriaga Pérez de las Vacas**

Profesor de la Universidad Complutense de Madrid y Director de la Escuela de Estudios Cooperativos

## RESUMEN

*En las últimas décadas la creación de valor para el accionista se ha convertido en el objetivo indiscutible de toda sociedad anónima. La primera consecuencia de lo anterior ha sido el que se ha generado una controvertida polémica sobre los instrumentos más adecuados para medir la eficacia en la gestión empresarial tendente a la creación de valor. El presente artículo pretende indagar en las particularidades que presentan las sociedades con participación financiera de los empleados con relación a dicho objetivo y valorar las medidas de la eficacia en la gestión planteadas. Todo ello con el fin de delimitar una propuesta de comportamiento de los socios-trabajadores con relación a sus objetivos en la empresa, para aquellas en las que el control societario lo detenta este colectivo.*

PALABRAS CLAVE: Creación de valor, eficacia, participación financiera, control societario.

CLAVES ECONLIT: J330, J540.

## **Participation financière des travailleurs et création de valeur: une proposition opérationnelle de conduite par rapport aux buts des entreprises**

**RÉSUMÉ:** Durant les dernières décades, la création de valeur pour l'actionnaire est devenue l'indiscutable but de tout société anonyme. La première conséquence de cet état de choses a été l'émergence d'une polémique controversée sur les instruments les plus adéquats pour mesurer l'efficacité de la gestion des entreprises qui tendent à la création de valeur. Le présent article prétend faire une recherche sur les particularités des sociétés avec une participation financière des employés par rapport à ce but et ainsi évaluer les mesures de l'efficacité dans la gestion proposée. Le but final serait de délimiter une proposition de conduite dans laquelle le control sociétaire serait détenu par ce collectif.

**MOTS CLÉ:** Création de valeur, efficacité, participation financière, control sociétaire.

## **The financial participation of the work force and the creation of value: an operative behavioural proposal with relation to business objectices**

**ABSTRACT:** During recent decades, the creation of value for the shareholder has become in the indisputable objective of all public limited companies. The first consequence of this fact has been the generation of a controversial polemic about the most suitable instruments for the measuring of the efficiency of value creating-biased business management. This article aims to investigate the characteristics present in companies with a financial participation of the work force with relation to said objective and to value measurements put forward of the business management. This is done with the aim of defining a behavioural proposal for the shareholders-workforce with relation to their objectives in the company, for those in which associative control is held by this collective.

**KEY WORDS:** Creation of value, efficiency, financial participation, associative control.

## **1.- Sobre la creación de valor para los accionistas<sup>1</sup>**

### **a. El objetivo de la empresa desde la Teoría Financiera**

El objetivo de maximización del beneficio apoyado en la teoría microeconómica neoclásica fue cuestionado por su condición estrictamente contable y por dejar de lado el riesgo afecto a la actividad empresarial<sup>2</sup>. En la búsqueda de un objetivo que permita la estructuración de una base sólida para la toma de decisiones se acepta como norma que la empresa con forma de sociedad anónima debe perseguir la maximización del valor de la empresa para sus accionistas, o en otros términos, asegurar el mayor valor posible de las acciones en el mercado<sup>3</sup>.

Se trata de un objetivo cuyo grado de cumplimiento es relativamente sencillo de juzgar y controlar en un momento dado, ya que los mercados financieros se encargan de suministrar la información necesaria para ello.

Si el mercado de capitales es eficiente, debe servir de intermediario entre el ahorro y los proyectos de inversión más adecuados; de manera que el valor que establezca ese mercado para las acciones de una determinada empresa será el resultado del juicio conjunto de todos los participantes y tendrá en cuenta los beneficios actuales, las expectativas de beneficios futuros por acción, el riesgo asumido en su obtención, el plazo de tiempo en que se producirán, y cualquier otro aspecto que pueda influir en su valoración.

Por tanto, en este objetivo ya se incluye el efecto de las distintas decisiones sobre dos parámetros: riesgo y rentabilidad; además, teniendo en cuenta que los inversores dan prioridad a los flujos de tesorería frente a los beneficios -habida cuenta que es gracias a la existencia de los primeros por lo que se pueden pagar dividendos, invertir, y crecer en el futuro-, maximizando el precio de las acciones se está eligiendo automáticamente maximizar los flujos de tesorería. En otras palabras, el precio de mercado incorpora el valor de los flujos de tesorería que provienen de la empresa, ya que el precio de una acción es el precio de un derecho sobre una fracción de esos flujos de tesorería.

1.- Véase RAPPAPORT, A. *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*, 1ª ed. New York: The Free Press, 1986. Esta obra, en su segunda edición, ha sido traducida al castellano: RAPPAPORT, A. *La creación de valor para el accionista*. Bilbao: Ediciones Deusto, 1998.

2.- Como se sabe, de las inversiones emprendidas, los mayores beneficios suelen ir ligados a mayores niveles de riesgo. Siendo esto así, maximizar el beneficio supondría aceptar preferiblemente las inversiones más arriesgadas.

3.- SUÁREZ, A.S. *Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa*. 19ª Ed. Madrid: Pirámide, 1998, p. 35.

Sin embargo, si, por ejemplo, la empresa emite deuda que no está exenta de riesgo, la regla del valor de mercado resulta ambigua: la maximización de la riqueza de los accionistas, la de los obligacionistas o de la riqueza combinada de ambos puede llevar a distintas decisiones de inversión. Así, para FAMA<sup>4</sup>, la única regla de valor de mercado consecuente con un equilibrio estable es la maximización conjunta de la riqueza de accionistas y obligacionistas y, en consecuencia, el mercado, al fijar los precios de los títulos, tiene capacidad para introducir los incentivos necesarios que garanticen la observancia de esta norma por parte de las empresas.

Con todo, la necesaria creación de valor para la empresa no es responsabilidad exclusiva del accionista dada la existencia de otros muchos colectivos implicados en el éxito o fracaso empresarial<sup>5</sup>.

#### **b. Los conflictos de intereses. La teoría de la agencia, el modelo de las partes involucradas y el enfoque del valor**

A mediados de la década de los años setenta JENSEN y MECKLING realizaron una aportación fundamental al campo de las finanzas empresariales a partir del reconocimiento de que los diferentes agentes económicos de la empresa no disponen de la misma información, sino que ésta presenta distintos grados de imperfección que dan lugar a conflictos de intereses<sup>6</sup>. Las relaciones contractuales motivadas por el comportamiento de aquellos, así como los costes asociados a las mismas, se analizan en el marco de la Teoría de la Agencia.

Esta Teoría pone en tela de juicio la hipótesis asumida en la teoría financiera clásica de la empresa de que los directivos son agentes perfectos de los accionistas. Introduciendo la posibilidad de que actúen como agentes, el modelo de agencia es una teoría de reparto del riesgo entre grupos de personas, de los cuales uno es el agente (la dirección) y otro el principal (los accionistas).

Así, frecuentemente, en la empresa contemporánea, la propiedad y la dirección o gerencia están diferenciadas, con el eventual conflicto de objetivos entre ambos grupos; los directivos pueden tomar decisiones que no lleven a una maximización de la riqueza de los accionistas, sino que persigan algún tipo de beneficio propio: surge así el denominado problema de agencia.

4.- FAMA, E.F. *The Effects of a Firm's Investment and Financing Decisions on the Welfare of its Security Holders*. *American Economic Review*, June 1978, p. 272.

5.- Véase MASCAREÑAS, J. *Innovación financiera*. Madrid: McGraw-Hill, 1999. pp. 29-62.

6.- JENSEN, M.C. y MECKLING, W.H. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure*. *Journal of Finance*, October 1976, V. 3, nº 3, pp. 305-360. Véase también: FAMA, E.F. *Agency Problems and the Theory of the Firm*. *Journal of Political Economy*, April 1980, nº 88, pp. 288-307; COASE, R.H. *The Problem of Social Cost*. *Journal of Law and Economics*, nº 3, October 1960, pp. 1-44; y FAMA, E.F. y JENSEN, M.C. *Separation of Ownership and Control*, *Journal of Law and Economics*, nº 26, 1983, pp. 301-325.

Con todo, se trata este de un problema ya identificado por A. SMITH<sup>7</sup>, que es plenamente actual por las variadas vías de solución potencialmente posibles<sup>8</sup>.

Los problemas de agencia llevan consigo el que, si lo que se pretende es que los administradores actúen en beneficio de los propietarios, es preciso incurrir en lo que se denomina costes de agencia, entre los que se incluyen los gastos derivados de la implantación de órganos de control independientes del proceso de dirección<sup>9</sup>, los incentivos a la gerencia, los gastos de estructuración para limitar conductas no deseables de los administradores, y el coste de oportunidad asociado al control de la gerencia por el retraso que provoca en la adopción de decisiones fundamentales<sup>10</sup>. Con todo ello, se supone que se desvanece cualquier diferencia entre los criterios individual y empresarial de los directivos.

La búsqueda de identificación de intereses entre directivos y propiedad ha supuesto el ensayo de fórmulas como la posesión de acciones por la dirección (a través de opciones habitualmente)<sup>11</sup>; y la remuneración vinculada a la rentabilidad del accionista, entre otras.

De este modo, como sucede con otras decisiones de inversión, la maximización del valor de mercado requiere ampliar los mecanismos de control de las decisiones hasta que el valor de mercado adicional derivado de la toma de decisiones más adecuadas, sea superado por el valor de mercado del coste de mejorar el control de las decisiones.

Pero, además, el problema de la agencia se puede generalizar, ya que en la empresa interactúan diferentes grupos sociales y organizaciones (trabajadores, sindicatos mandos intermedios, alta dirección, clientes, proveedores, consumidores, ciudadanos, la sociedad, el Estado, etc.) con diferentes capacidades de influencia; pero, en todo caso, no absolutamente nulo, por lo que tienen alguna capacidad para requerir de la empresa la satisfacción de sus particulares -y seguramente contrapuestos- objetivos.

En relación con esto último, en algunos casos se ha planteado la indiferencia de la dirección de las empresas respecto de su responsabilidad social; concretamente en asuntos como la creación de empleo, salarios justos, programas educativos, etc. Sin embargo, la postura más extendida es la de que corresponde a la sociedad, con una perspectiva más general, fijar los criterios de responsabilidad social. Lo que ocurre es que esos criterios no están claramente definidos y dificultan la formulación de un objetivo congruente.

7.- SMITH, A. *The Wealth of Nations*. New York: Modern Library, 1937, p. 460.

8.- Véase, por ejemplo, JENSEN, M.C. *Self-Interest, Altruism, Incentives, & Agency Theory*. *Journal of Applied Corporate Finance*, 1994, V. VII, nº 2, Summer 1994. Documento también disponible en la biblioteca electrónica de la Social Science Research Network (SSRN): [http://papers.ssrn.com/sol3/paper.taf?ABSTRACT\\_ID=5566](http://papers.ssrn.com/sol3/paper.taf?ABSTRACT_ID=5566).

9.- DURAN, J.J. y ONTIVEROS, E. *Relaciones entre propiedad y control en la gran empresa*. *Cuadernos Universitarios de Planificación Empresarial*, 1981, V. VII, nº 3-4, pp. 521-552.

10.- BRIGHAM, E.F. *Financial Management. Theory and Practice*. 4ª ed. New York: The Dryden Press. 1985, p. 12.

11.- Sin embargo la actitud del directivo ante el riesgo es diferente que la del accionista que tiene más posibilidades de diversificar su cartera de inversión. Véase WELBOURNE, T.M. y CYR, L.A. *Using Ownership as an Incentive*. *Group & Organization Management*, V. 24, nº 4, 1999, pp. 438-460; y ANG, J.S; COLE, R.A. y LIN, J.W. *Agency Cost and Ownership Structure*. *Journal of Finance*, V. 55, nº 3, 1988, pp. 593-616.

El denominado modelo de las partes involucradas, pretende el equilibrio de intereses de todos los colectivos con la empresa. En virtud del mismo, y con el argumento de satisfacción de intereses de alguna de las partes involucradas y en consecuencia con su apoyo, la dirección lleva a cabo actuaciones de discutible interés para el conjunto de la empresa, lo que cuestiona el modelo en sí.

Surge así un enfoque alternativo para las partes involucradas que respeta los intereses de los accionistas, la competitividad y, que es acorde con el comportamiento socialmente responsable de la empresa. La premisa de este enfoque es que las empresas han de ser competitivas para sobrevivir y atender así los intereses de todas las partes involucradas. La satisfacción de las demandas de las diferentes partes obliga a la dirección a generar tesorería mediante una gestión eficiente de sus recursos.

Como señala RAPPAPORT, este énfasis en el cash-flow a largo plazo es la esencia del enfoque del valor para el accionista. Cuando una empresa crea valor “no sólo beneficia a sus accionistas, sino también el valor de todos los derechos de las otras partes involucradas, mientras que, en cambio, todas las partes involucradas se resienten cuando la dirección fracasa en la creación de valor para el accionista. Así pues, la visión lúcida del propio interés impone que los accionistas y otras partes involucradas colaboren activamente en una tarea común de creación de valor”<sup>12</sup>.

### **c. El control de la gestión: las medidas de creación de valor.**

Con todo, aún aceptando que todos los colectivos implicados en la empresa deben perseguir la creación de valor, lo cierto es que la identificación de conflictos de agencia es la causa primera que propicia la búsqueda de medidas que permitan cuantificar la creación de valor para el accionista.

Así, “el concepto de valor actual neto permite la separación eficiente entre propiedad y dirección de la empresa. Un gerente que invierte sólo en activos con valor actual neto positivo sirve a los máximos intereses de cada uno de los propietarios. Esto es posible por la existencia del mercado de capitales, que permite a cada accionista diseñar un plan de inversión personal que está hecho a la medida de sus propias necesidades. El directivo financiero no puede alterar los tipos de interés, pero puede incrementar la riqueza de los accionistas. La manera de hacerlo es invertir en activos cuyo valor actual neto sea positivo”<sup>13</sup>.

En otros términos, la creación de valor resulta de la inversión de la empresa a tasas que superen la tasa de coste de capital demandada por el mercado de capitales<sup>14</sup>, o lo que es lo mismo, cuando la rentabilidad para los accionistas supera el coste de las acciones (la rentabilidad exigida a las mismas), lo que significa que se comporta mejor que las expectativas”<sup>15</sup>.

12.- RAPPAPORT, A. *La creación de valor para el accionista. Obra citada*, p. 27.

13.- BREALEY, R.A. y MYERS, C.M. *Fundamentos de financiación empresarial. Madrid: McGraw Hill, 4ª ed., 1993*, pp. 28-29.

14.- RAPPAPORT, A. *La creación de valor para el accionista. Obra citada*, p. 81.

15.- FERNÁNDEZ, P. *Creación de valor para los accionistas, Barcelona: Ediciones Gestión 2000, 2000*, p. 27.

En este contexto, se han venido utilizando diferentes medidas de la gestión empresarial fruto de una viva polémica sobre la prevalencia de unas sobre otras<sup>16</sup>:

Frente a las clásicas medidas de gestión como la rentabilidad económica ("return on assets" ó ROA), que mide el rendimiento del conjunto del activo de la empresa, o la rentabilidad financiera ("return on equity" ó ROE), que ofrece una medida de la rentabilidad de los recursos propios, han surgido nuevas propuestas que pretenden ofrecer fielmente medida de la creación de valor para la empresa.

Entre ellas, cabe destacar las siguientes:

Valor Económico Añadido ó VEA (Economic Value Added ó EVA)<sup>17</sup>.

El VEA ó EVA, medida promovida por la consultora Stern STEWART & Co, se ha convertido en la referencia inevitable en el asunto que nos ocupa.

El cálculo del EVA deriva de la siguiente expresión:

$$EVA_t = BAIDIt - (INV_{t-1} * CMPC)$$

Siendo:

EVA<sub>t</sub> = Valor Económico Añadido del periodo t.

BAIDIt = Beneficio Antes de Intereses y Después de Impuestos del periodo t.

INV<sub>t-1</sub> = Volumen de Inversión (Activo) del periodo t-1. Coincide con el valor contable de los recursos financieros.

CMPC = Coste Medio Ponderado del Capital.

Es una medida que tiene como base los mismo parámetros que la rentabilidad económica (aunque el beneficio considerado es después de impuestos), si bien tiene en cuenta expresamente el coste de la financiación. Con todo, sigue basándose en parámetros contables.

Valor de Mercado Añadido ó (VMA) (Market Value Added).

Se define por diferencia entre el valor de mercado de las acciones y su valor contable.

16.- BACIDORE, J. "et al.". *The Search for the Best Financial Performance Measure. Financial Analyst Journal*, May-June, V. 53, nº 3, pp. 11-20; RUIZ, R.J. y JIMENEZ, J.L. *La creación de valor mediante indicadores modernos en empresas no cotizadas. Planificación estratégica*, septiembre 2001, nº 176, pp. 33-38; FERNÁNDEZ, P. *Creación de valor para los accionistas*, Obra citada, pp. 111-115.

17.- Stern STEWART & Co. *The Quest for Value. The EVA Management Guide*. New York: Harper Business, 1991.



### Cash Value Added (CVA)

Como alternativa al EVA, el grupo Boston Consulting<sup>18</sup> propone el CVA. Es el beneficio antes de intereses y después de impuestos, más la amortización contable, menos la amortización económica, menos el coste de los recursos utilizados.

Se aprecia, en consecuencia, que las medidas actualmente más utilizadas tendentes a la medición de la creación de valor se basan en parámetros contables. Es dudoso, además, que se trate de medidas que reflejen adecuadamente dicha creación de valor<sup>19</sup>.

## **2.- La participación financiera de los trabajadores en la empresa<sup>20</sup>**

El desarrollo de los mercados financieros y el largo periodo de crecimiento económico hoy en día cuestionado por el que han atravesado los países más desarrollados, ha propiciado el que la inversión mobiliaria sea frecuente en muchos hogares. Así, cerca del 40 por ciento de las familias estadounidenses posee acciones de empresas o participaciones en fondos. Los fondos de pensiones y fondos de inversión controlan el 57 por ciento de las acciones de las mil mayores empresas de los Estados Unidos y el 47,5 por ciento del total del mercado de títulos de los Estados Unidos. Así se concluye que la participación financiera de los trabajadores en las empresas tiende a consolidarse en tasas muy relevantes. Sin embargo, lo que aquí nos ocupa es la participación de los trabajadores en las propias empresas en las que trabajan.

Existen fundadas razones para pensar que en los próximos años se va a producir la generalización de la citada participación de los trabajadores en sus propias empresas. El principal argumento que sostiene tal afirmación es la evidente polarización empresarial desde el punto de vista del tamaño a que parecemos abocados. Las grandes empresas en los sectores industrial y financiero buscan su mayor competitividad en alianzas estratégicas que concluyen en procesos de fusión y que provocarán el que en breve existan algunas macroempresas multinacionales con poder económico y político superior a muchos Estados (esto es más presente que futuro). Por otra parte, las nuevas empresas que se están creando en los países más desarrollados responden a realidades de muy reducida dimensión dentro del sector servicios. La supervivencia de las mismas pasará por la realización de acuerdos de interco-

18.- BOSTON CONSULTING GROUP. *Shareholder Value Metrics*, Boston, 1996.

19.- FERNÁNDEZ, P. *Creación de valor para los accionistas*, Obra citada, p. 114.

20.- LEJARRIAGA, G. *El acceso a la propiedad de la empresa por los empleados*. En MASCAREÑAS, J. *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*. Madrid: Mc-Graw Hill, 1ª ed. 1992, pp.195-209.

operación con otras empresas similares en forma de redes empresariales. Las perjudicadas en este proceso serán las medianas empresas, incapaces de competir con las de gran dimensión por razón de economías de escala y con las pequeñas por su gran capacidad de adaptación al entorno.

Pues bien, en este contexto, los trabajadores van a adquirir un protagonismo que ya ha venido siendo anunciado desde hace tiempo.

Por un lado, las grandes corporaciones tienden a otorgar a sus trabajadores peso en la propiedad para intentar que estos alineen sus intereses con aquellos. En estos casos, las participaciones suelen ser minoritarias y no confieren el control societario.

Por otro lado, en las pequeñas empresas que se están creando los propietarios son también trabajadores de las mismas. Se identifica la propiedad y el trabajo.

La Unión Europea es especialmente sensible a esta realidad, y ya a principios de los años noventa la Comisión Europea elaboró una serie de Propuestas de Recomendación al Consejo sobre el fomento de la participación financiera de los trabajadores en sus empresas que fructificaron en la Recomendación del Consejo de 27 de julio de 1992<sup>21</sup> y que ha propiciado una serie de informes de gran interés<sup>22</sup> que pueden ser un punto de partida para la generalización de procesos de participación que en muchos casos conferirán el control societario a los trabajadores.

Paralelamente han surgido diversas organizaciones de ámbito transnacional cuyo objetivo es fomentar la propiedad de la empresa por sus trabajadores. Es el caso de la European Federation of Employee Shareownership<sup>23</sup>, o del Grupo de Propiedad del Capital ó Capital Ownership Group, entre otros<sup>24</sup>.

En cualquier caso, el fenómeno de la participación financiera de los trabajadores en la empresa permite diferenciar dos situaciones, sin perjuicio de la existencia de casos híbridos, atendiendo a una triple clasificación: el tamaño empresarial, las consecuencias de la participación en términos de control societario y la liquidez de los mercados secundarios que determinan el precio de los títulos. Todo ello queda recogido en el siguiente cuadro:

21.- COMISIÓN EUROPEA. *Recomendación del Consejo de 27 de julio de 1992 relativa al fomento de la participación de los trabajadores en los beneficios y los resultados de la empresa (incluida la participación en el capital) en los Estados miembros*. D.O.L. 245 de 26 de agosto de 1992, p. 53.

22.- El más reciente: COMISIÓN EUROPEA. *Informe de la Comisión relativo al fomento de la participación de los trabajadores en los beneficios y los resultados de la empresa (incluida la participación en el capital) en los Estados miembros – PEPPER II*. D.O.C. 55 de 24 de febrero de 1997, p. 3. A partir del mismo surgen otros informes de diversas comisiones como, por ejemplo, de la Comisión de Empleo y Asuntos Sociales y la Comisión de Asuntos Económicos y Monetarios y Política Industrial.

23.- <http://www.ping.be>. Véanse sus enlaces de interés: <http://www.ping.be/fas/fasuk61.htm>.

24.- <http://cog.kent.edu>

**Cuadro 1**  
**Diferenciación de casos de empresas participadas por**  
**trabajadores en virtud del tamaño, el control societario y**  
**la naturaleza de los mercados de negociación**

Característica	Caso A	Caso B
Tamaño	Gran empresa	Pequeña o mediana empresa; tendencia a microempresa
Control societario por parte de trabajadores	No	Si
Mercados líquidos: inmediatez en la fijación del precio	Si	No

*Fuente:* Elaboración propia.

Evidentemente, los casos referidos presentan connotaciones muy diferentes que afectan al objeto de estudio del presente trabajo.

La participación financiera de los trabajadores en la gran empresa

La evolución de las tecnologías de la información está siendo un argumento para muchas empresas de gran dimensión en procesos de reducción del tamaño empresarial ("downsizing"). Detrás de este comportamiento se encuentra como argumento la búsqueda de una mayor competitividad, siendo el objetivo último crear valor para los accionistas. Esta política desmotiva a los trabajadores hasta el punto de que puede llegar a cuestionar la productividad de los empleados que se mantienen en la empresa y a veces provoca el efecto contrario al pretendido: la destrucción de valor.

En este contexto, la participación de los trabajadores en la propiedad de empresas de gran dimensión suele responder a la iniciativa de la dirección de la misma y tiene como objeto identificar los intereses de empleados y accionistas, algo nada simple. De este modo, "siendo accionistas los empleados también se beneficiarán de los cierres y despidos que mejorarán la eficiencia y apoyarán estas medidas orientadas a crear valor. Pero parece evidente que estos apoyos sólo vendrán de aquellos empleados a los que el aumento del valor de sus acciones les compense las pérdidas que les ocasione su despido. Y, en este sentido, la proporción de acciones necesaria en los paquetes de compensación para compaginar los intereses de los empleados con los de los accionistas es, en la mayoría de los casos, simplemente inviable. E, incluso si lo fuera, los empleados que concentraran su capital financiero y humano en una única empresa, estarían olvidando la conveniencia y sabiduría de la diversificación. La mejor solución estriba en ofrecer a los empleados incentivos lo bastante significativos para crear valor"<sup>25</sup>.

25. - RAPPAPORT, A. *La creación de valor para el accionista. Obra citada, pp. 30-31.*

Por otra parte, el detentar acciones de la empresa permite a los trabajadores tener un colchón de seguridad en su condición de renta potencialmente disponible para los casos en los que la reestructuración empresarial es particularmente agresiva<sup>26</sup>.

En la últimas décadas, los estudios realizados demuestran que, en determinadas condiciones, la propiedad de los trabajadores les motiva y mejora los resultados empresariales. Para ello debe implicarse efectivamente a los trabajadores en otros ámbitos además del propiamente financiero habida cuenta de que sus participaciones no les otorgan capacidad de control en la empresa. Esto puede concretarse de muy diversas maneras: haciéndoles coparticipes de decisiones al nivel de departamento o grupo de trabajo, complementando la propiedad con otras formas de motivación (“bonus”, pagas de beneficios, mejoras de condiciones de trabajo) y en el establecimiento de canales que permitan a los empleados expresar sus inquietudes laborales<sup>27</sup>.

En Estados Unidos, la participación se concreta en los denominados Employee Stock Ownership Plans (ESOPs) o planes de propiedad de acciones para los empleados<sup>28</sup>. Se trata de una forma de acceso a la propiedad de la empresa por parte de los trabajadores que se desarrolla a partir de los años 50 promovida por Louis KELSO<sup>29</sup>, de fuerte implantación hoy en día que, en la mayor parte de los casos, no supone un control de los mismos sobre la toma de decisiones por ser su participación minoritaria en el capital social<sup>30</sup>.

El ESOP comienza a implantarse, de forma generalizada, en empresas comerciales norteamericanas a mediados de la década de los setenta, siendo actualmente más de 11.000 los ESOPs existentes dando cobertura a cerca de 8 millones y medio de empleados. Su caldo de cultivo óptimo son empresas saneadas.

Sin embargo, en la actualidad, el ESOP no es la única vía a través de la cual se puede canalizar, en Estados Unidos, la propiedad de acciones por parte de los trabajadores. Existen los “stock option plan”, “employee stock purchase plan (ESPP)”, “section 401(k) plan” y “phantom equity plans”. Esto pone de manifiesto el interés en que los empleados accedan a la propiedad de sus empresas.

A través de un ESOP el trabajador se convierte en propietario de unas acciones que normalmente revertirán al propio plan mediante la venta por aquél una vez que cese su relación laboral, con lo que

26.- Véase FROUD, J. “et al.”. *Restructuring for shareholder value and its implications for labour*. Cambridge Journal of Economics, 2000, nº 24, p. 793.

27.- OWNERSHIP ASSOCIATES, INC. *Ownership and Motivation. The Ownership Culture Report*. Cambridge, MA: Ownership Associates, Inc., V. 1, nº 4, winter, 2001. También disponible en internet: [www.ownershipassociates.com/ocr4.html](http://www.ownershipassociates.com/ocr4.html).

28.- En Europa, Canadá, Japón y otros países existen experiencias similares.

29.- Las bases se asientan en dos obras: KELSO, L.O. y ADLER, M.J. *The Capitalist Manifesto*. New York: Random House, 1958; y KELSO, L.O. y ADLER, M.J. *The New Capitalists*. New York: Random House, 1961. Ambas se encuentran actualmente disponibles en internet: <http://www.kelsoinstitute.org/bibliography.html>.

30.- Sobre el funcionamiento de los ESOP puede consultarse: MORALES, A.C. *Las ESOP americanas y las empresas de trabajo asociado españolas*. Revista de Fomento Social, enero-marzo 1988, nº 169; y la dirección de internet del National Center for Employee Ownership (NCEO): [www.nceo.org](http://www.nceo.org).

a efectos prácticos, es como si se tratara de un plan de pensiones; sin embargo en ningún momento los ESOPs han desplazado a estos, sino más bien se han complementado.

Entre las consecuencias positivas de la implantación de un ESOP<sup>31</sup>, destaca el que la investigación en este campo concluye que las empresas en las que se implantan crecen a tasas significativamente mayores que las esperadas<sup>32</sup>. Los trabajadores, por su parte, acumulan más riqueza que aquellos que no participan en ESOPs. Sin embargo, y en línea con lo ya referido más arriba, se hace patente que la propiedad de los trabajadores en la empresa tiene efectos positivos sobre los resultados empresariales solo cuando se combina con otras medidas que propician un entorno en el cual los empleados disponen de herramientas, formación y oportunidades para jugar un papel activo en la toma de decisiones<sup>33</sup>.

En resumen, el ESOP es un modelo de participación financiera de los trabajadores en las empresas capitalistas convencionales que se ha mostrado altamente eficaz en grandes empresas. Salvo casos excepcionales, como United Airlines, por ejemplo, no confiere el control societario a los trabajadores, y como consecuencia del tamaño de las empresas que lo implantan, los mercados secundarios permiten fijar de forma transparente e inmediata el precio de los títulos, aún cuando los trabajadores no liquidan su participación en el ESOP hasta que cesa su relación laboral con la empresa.

Con todo, el objetivo último de este artículo es el análisis de la viabilidad del objetivo de creación de valor en empresas participadas por trabajadores cuando estos controlan la propiedad, algo más habitual cuando se trata de entidades de reducida dimensión.

#### La participación financiera de los trabajadores en la pequeña y mediana empresa y microempresa

En las empresas capitalistas convencionales de reducida dimensión<sup>34</sup> es bastante frecuente que los trabajadores detentan el control empresarial de forma más o menos democrática, esto es, con participaciones similares de todos los empleados.

Como se sabe, en España, la fórmula jurídica de la sociedad laboral, ya sea anónima o de responsabilidad limitada, se ha convertido en una vía de concreción esta realidad. La Sociedad Laboral es una figura ciertamente compleja por su doble condición: se trata de una sociedad mercantil que además goza de un calificativo que le otorga su esencia, laboral.

31.- BREALEY, R.A. y MYERS, C.M. *Fundamentos de financiación empresarial*. Madrid: McGraw Hill, 4ª ed., 1993, pp. 1079-1080.

32.- Douglas KRUSE y Joseph BLASI, realizan un interesante estudio al respecto cuyos resultados más significativos pueden consultarse en: [http://www.nceo.org/library/esop\\_perf.html](http://www.nceo.org/library/esop_perf.html).

33.- Véase: *Membership, Publications, and Services* en [www.nceo.org](http://www.nceo.org). Entre las publicaciones, y con relación al interés de este trabajo, puede consultarse: NATIONAL CENTER. FOR EMPLOYEE OWNERSHIP (NCEO). *A Conceptual Guide to Employee Ownership for Very Small Business*, 2001.

34.- En España, a fecha 1 de enero de 2000, de la totalidad de empresas con actividad (2.595.392), un 93,95% entran dentro de la catalogación de microempresas (menos de 10 trabajadores). Véase el *Directorio General de Empresas (DIRCE)* del Instituto Nacional de Estadística: [www.ine.es](http://www.ine.es).

La evolución de la figura de la sociedad laboral ha puesto en evidencia su gran capacidad de adaptación al entorno, así como de su flexibilidad para dar respuesta a realidades muy diversas. Siendo en un primer momento un instrumento para la continuidad de empresas en crisis, fundamentalmente de carácter industrial, en la actualidad son un vehículo para que vean la luz nuevas iniciativas empresariales localizadas preferentemente en el sector servicios.

Hoy en día, la sociedad laboral es elegida cada año para crear cerca de 5.000 nuevas empresas con características muy similares con relación al tamaño (extremadamente reducido), composición del capital (con aporte en gran medida de capital familiar), sector de actividad (servicios), etcétera<sup>35</sup>.

El principal inconveniente en empresas de reducida dimensión controladas por trabajadores es la dificultad en determinar el valor de la empresa, tal y como se justificará en un epígrafe posterior, y, aún en mayor medida, lo problemático de fijar un precio (porque aún existiendo oferta de los títulos puede no haber demanda de los mismos).

#### **a. Los conflictos de intereses en empresas participadas mayoritariamente por sus trabajadores**

Si la participación financiera de los trabajadores es mayoritaria, los objetivos de los trabajadores coinciden con los objetivos de los propietarios, al menos del grupo de control. La dimensión reducida determina la escasa profesionalización de la dirección que suele ser asumida por los propios socios trabajadores, recurriendo a la subcontratación en aquellos asuntos más técnicos para los que no se consideran preparados.

En este contexto no existen conflictos de agencia, con el consiguiente ahorro de costes que, al menos en primera instancia, contribuye al incremento de valor de la empresa.

Si la empresa es de gran dimensión, la dirección no coincidirá con trabajadores y accionistas pero su gestión se simplifica siendo accionistas y trabajadores un único colectivo. Por otra parte, no tienen el argumento de satisfacer intereses de terceros (en este caso al menos de los trabajadores) en la toma de decisiones no ajustadas a los objetivos de los propietarios de la empresa.

#### **b. Discusión con relación al objetivo de creación de valor. Su validez en empresas controladas por los trabajadores.**

Frecuentemente cuando se hace referencia a la creación de valor en las empresas, se hace en términos de evaluación de la gestión realizada por el equipo de directivos de una sociedad anónima

35.- LEJARRIAGA, G. *Las sociedades laborales*. En CIRIEC: *Informe sobre la situación de la Economía Social en España*. Valencia: CIRIEC, 2002 (en prensa).

con el fin, en muchas ocasiones de fijar la retribución de los mismos en función de su capacidad para atender a los intereses de los accionistas: el mayor valor de mercado de sus títulos.

En empresas controladas por los trabajadores se plantea el problema de cómo medir la creación de valor y lo que todavía es más importante, si tal objetivo es válido o no.

El objetivo de estas empresas, satisfacer las necesidades de los socios, tiene que tener en consideración más que nunca la condición de trabajadores de los mismos. Aunque se ha puesto de manifiesto que el enfoque de creación de valor tiende a satisfacer los intereses de todos los colectivos involucrados en la empresa, lo cierto es que, en este caso, sin ser abandonado, debe ser matizado.

En primera instancia los socios trabajadores van a poder obtener contraprestación por dos vías esencialmente:

1. por su participación en los flujos reales de la empresa, por su trabajo.
2. por su participación en los flujos financieros, su aportación de capital.

La compensación por la participación en los flujos reales puede concretarse en:

1. Salario (anticipos laborales y retornos en el caso de la sociedad cooperativa de trabajo asociado).
2. Retribuciones en especie:
  - a. Con implicaciones fiscales (coche de empresa que no sea vehículo industrial: el grado de afectación a la empresa no es total).
  - b. Sin implicaciones fiscales: ordenadores portátiles, por ejemplo.
3. Mejoras en las condiciones de trabajo, mediante la realización de inversiones de muy diversa naturaleza.

Por su parte, la compensación por la participación en los flujos financieros puede concretarse en:

1. Reparto del beneficio.
2. Incremento del valor de las participaciones o acciones, en definitiva, del valor de mercado de la sociedad.

Así, el objetivo de la empresa deberá plantearse en términos de maximización del valor que obtienen los socios trabajadores como consecuencia de su participación en la empresa, bien entendida su doble condición.

Es fundamental el que no se comprometa en ningún caso la viabilidad empresarial. En consecuencia, el planteamiento ha de ser siempre a largo plazo, nunca a corto.

Referencia a la sociedad cooperativa de trabajo asociado.

Aunque el planteamiento realizado se hace en términos de participación financiera, la sociedad cooperativa de trabajo asociado puede considerarse en el estudio. Los socios de una sociedad cooperativa efectivamente también participan financieramente en la sociedad aunque la aportación de capital que realizan no les otorga su condición de socios.

En la sociedad cooperativa el socio lo es con base en su participación, como proveedor o como consumidor, en el proceso de producción y distribución; y además con la particularidad de que todos y cada uno tienen un voto sea cual sea la cantidad de recursos financieros que presten a la sociedad cooperativa.

Siguiendo a GARCÍA-GUTIÉRREZ, estos dos tipos de aportaciones dan lugar a dos formas de contraprestación, de forma análoga a lo que ocurre con las sociedades laborales o con cualquier entidad mercantil participada mayoritariamente por los trabajadores: la retribución del capital y la rentabilidad económica por su participación en el proceso de producción y distribución (actividad cooperativizada)<sup>36</sup>.

Así, "alternativamente al objetivo de la empresa capitalista convencional desde el punto de vista financiero -hacer máximo el valor de la empresa- el objetivo de la sociedad cooperativa es hacer máximo el valor de la empresa que encarna(*sic*) cada uno de los socios; lo que no es contrario al otro"<sup>37</sup>.

Como consecuencia de lo anterior, la sociedad cooperativa debería perseguir:

- Hacer máxima la rentabilidad económica de todos y cada uno de los socios.
- Hacer mínima la rentabilidad financiera, lo cual lleva a reducir, lo más posible el coste de las deudas, ya que la rentabilidad financiera de los socios no debe ser inferior a éste.

En definitiva, el planteamiento realizado por el profesor GARCÍA-GUTIÉRREZ supone dejar en un segundo término la rentabilidad financiera de la sociedad cooperativa, con la consideración añadida de que los intereses incluyen la retribución del capital social, que estrictamente no es de la sociedad, sino de los socios.

36.- GARCÍA-GUTIÉRREZ, C. *Análisis de la rentabilidad financiera y económica de los socios de las empresas revestidas como cooperativas. la influencia de una rentabilidad en la otra y la aplicación del criterio (principio) de justicia -que no de solidaridad- en la distribución de la ganancia real.* Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa, nº 2, agosto de 1992, V. 1, p. 115-124.

37.- GARCÍA-GUTIÉRREZ, C. *Método de valoración económico-financiera de la sociedad cooperativa. Una propuesta.* En: HERNÁNDEZ, R.M. (Ed.). *La reconstrucción de la empresa en el nuevo orden económico. Ponencia al VIII Congreso Nacional y IV Congreso Hispano Francés de la Asociación Europea de Administración y Dirección de Empresas (AEDEM).* AEDEM, 7-10 de junio de 1994, V. III, p. 237-256.



### c. La medición de la creación de valor

Las medidas propuestas de creación de valor pueden claramente cuestionarse tratándose del tipo de empresas que nos ocupan.

Las particularidades en la contabilización de resultados de estas empresas en las que si las provisiones lo permiten puede anticiparse el reparto del beneficio en forma de mayor retribución, hace que el descuento de flujos no determine adecuadamente el valor de la empresa, dado que en muchos casos esta posibilidad les invitará a llevar una política de beneficio contable antes de impuestos cero.

La decisión de optar por retribuirse vía salarial o mediante reparto del beneficio depende, sobre todo, de las implicaciones fiscales<sup>38</sup>.

Siendo así, el resultado económico contable de sociedades controladas por trabajadores debe observarse con gran cautela. En consecuencia, todas las medidas consideradas en el epígrafe dedicado al análisis de las mismas, basadas en datos contables (incluso el valor de mercado añadido por las dificultades de determinar el propio valor de mercado) no pueden explicar en ningún caso con garantías la creación de valor ni la eficacia en la gestión de este tipo de sociedades.

### i. El valor de mercado. La liquidez de los mercados

El potencial valor de la empresa vendrá dado por la capacidad de generar flujos suficientes para atender a los requerimientos de los socios trabajadores, que no de la empresa. Aunque, siempre debe estar presente el que si la empresa no es competitiva se cuestiona su supervivencia.

Con todo, un argumento más que cuestiona la búsqueda de maximizar el valor patrimonial de la empresa es la dificultad de fijar un precio. La inexistencia de mercados secundarios suficientemente desarrollados y sobre todo, la especial naturaleza de estas empresas en las que carece de sentido ser exclusivamente capitalista (salvo si se persigue el control y existen límites al capital en poder de trabajadores –como es el caso de las sociedades laborales-, en cuyo caso familiares se convierten en capitalistas), provoca el que en ocasiones “no exista mercado”, no sea posible fijar precio.

No es infrecuente el que un socio que desea desvincularse de la empresa como consecuencia de conflictos con el resto de socios se encuentre con la imposibilidad material de encontrar comprador (los restantes socios no ganan nada con comprar; quizás ofrezcan un precio injusto). El valor teórico de la participación puede ser muy elevado, pero el valor real de la misma en términos de precio es nulo.

<sup>38</sup>.- LEJARRIAGA, G. *La retribución al trabajo y al capital en la Sociedad Anónima Laboral. Un modelo analítico*. CIRIEC-España, mayo 1993, nº 13, pp.179-198.

**ii. Creación de valor en la sociedad frente a creación de valor para el socio mediante retribución al trabajo y/o al capital aportado**

Ante esta eventualidad, no parece lo más razonable establecer como objetivo de los socios trabajadores el hacer máximo el valor de mercado de la empresa. La sociedad es un instrumento al servicio de sus propietarios y han de ser los intereses legítimos de estos los que primen sobre cualquier otra consideración, siempre sin poner en entredicho la supervivencia futura de la empresa, lógicamente.

En otros términos, la regla de actuación empresarial de crear valor para el accionista debe trasladarse directamente al socio, no siendo válida cualquier medida en términos de empresa por el posible reparto anticipado de los beneficios ya referido.

### **3.- Propuesta de objetivo para empresas propiedad de sus trabajadores**

La búsqueda del mayor valor posible de la empresa en el mercado no es sino una forma de expresar que el objetivo de la empresa ha de ser maximizar el valor patrimonial de la empresa y, en consecuencia, de cada uno de sus socios.

La propuesta que a continuación se plantea surge de conclusiones derivadas de todo el razonamiento anterior.

En primer lugar, la fijación del objetivo último en una sociedad participada por los trabajadores no puede plantearse tanto en términos de empresa sino de sus socios trabajadores (aunque debería ser lo mismo) individualmente considerados y en conjunto. Así, la maximización del patrimonio individual de cada socio y en su conjunto será el objetivo que estos persigan con su participación financiera en la empresa, si bien habrá de tenerse muy presente su condición de trabajadores que también ha de contribuir a tal objetivo.

Se está trabajando con la hipótesis de que no existe capital social en poder de no trabajadores. No tiene sentido que existiera por tres motivos:

- a. El elevado riesgo a asumir.
- b. Las escasas probabilidades de recibir participación en beneficios.
- c. La dificultad para poder transmitir la titularidad de las acciones o participaciones.

Sin embargo, como ya se ha referido, la realidad es otra en las sociedades laborales<sup>39</sup>, derivada de la búsqueda del control societario por parte de algunos trabajadores.

En este punto conviene hacer otra hipótesis de trabajo. Es interés de nuestro estudio considerar empresas en las que hay un control efectivo por parte del conjunto de trabajadores vinculados establemente con la misma y no solo, como puede darse el caso, por uno o dos trabajadores que directa o indirectamente (a través de socios capitalistas) controlan una empresa con participación de otros trabajadores.

El planteamiento a realizar es complejo porque el socio trabajador percibe compensaciones que están valoradas por el mercado y otras que no.

Así, son contraprestaciones valoradas por el mercado (ya referidas anteriormente):

- a. La contraprestación a su participación financiera
  - Participación en beneficios.
  - Incremento de valor de mercado de los títulos.
- b. La contraprestación a su participación productiva en términos monetarios: salario.
- c. La contraprestación a su participación productiva en términos no monetarios: retribuciones en especie<sup>40</sup>.
  - Con implicaciones fiscales.
  - Sin implicaciones fiscales.

Son contraprestaciones no valoradas por el mercado:

- d. Estabilidad en el puesto de trabajo.
- e. Capacidad de toma de decisiones.
- f. Libertad.
- g. Etcétera.

En un determinado periodo, por tanto, y para un socio individualmente considerado<sup>41</sup>:

$$RPFt = PBt + \Delta VMt$$

$$RPPMt = SALPt$$

$$RPPNMt = RESPt$$

39.- Véase LEJARRIAGA, G. *Las sociedades laborales*. En CIRIEC: *Informe sobre la situación de la Economía Social en España*. Obra citada.

40.- Se supone que en principio no existen retribuciones en especie y que de existir es fruto de la capacidad de elegir la forma de retribución por tratarse de sociedades controladas por los trabajadores.

41.- Se prescinde en este primer planteamiento de las implicaciones fiscales, si bien se considera que las mismas pueden ser determinantes para optar por no repartir beneficio y optar por mayor salario en términos monetarios o por retribución en especie.

Siendo:

RPF<sub>t</sub>: Rendimiento de la Prestación Financiera en el periodo t.

PB<sub>t</sub>: Participación en Beneficios en el periodo t.

DVM<sub>t</sub>: Variación del Valor de Mercado en el periodo t.

RPPM<sub>t</sub>: Rendimiento de la Prestación Productiva Monetaria en el periodo t.

SALP<sub>t</sub>: Salario en la empresa Participada en el periodo t.

RPPNM<sub>t</sub>: Rendimiento de la Prestación Productiva No Monetaria en el periodo t.

RESP<sub>t</sub>: Retribución en Especie en el periodo t (no se diferencia con y sin implicaciones fiscales porque se prescinde en primera instancia del efecto fiscal)

Pues bien, siendo:

RPST<sub>t</sub>: Rendimiento por la Prestación del Socio Trabajador en el periodo t, y

DPATST<sub>t</sub>: Incremento Patrimonial del Socio Trabajador por su implicación en la empresa en el periodo t.

Entonces:

$$\begin{aligned} \text{RPST}_t &= \text{DPATST}_t = \text{RPF}_t + \text{RPPM}_t + \text{RPPNM}_t = \\ &= \text{PB}_t + \text{DVM}_t + \text{SALP}_t + \text{RESP}_t \end{aligned}$$

Como alternativa, un trabajador puede limitar su participación a la empresa a tal condición no implicándose en el capital societario.

De este modo, la retribución por la participación financiera en la empresa sería cero ( $\text{RPF}_t = 0$ ), si bien obtendría una rentabilidad (retribución) por el capital "que no aporta a la empresa" ( $\text{RETCAP}_t$ ).

Por su parte, el salario percibido en una empresa en la que no es propietario no tiene por qué coincidir con el que tendría en la empresa participada. De este modo, tendría una retribución por su prestación productiva de carácter monetario que sería el salario en empresa no participada ( $\text{SALNP}_t$ ).

Finalmente, su condición estrictamente de trabajador no le permitiría tener retribuciones en especie adicionales ( $\text{RPPNM}_t = \text{RESP}_t = 0$ )

De este modo, el Rendimiento por la Prestación del Trabajador no socio en el periodo t ( $\text{RPST}_t$ ) que sería Incremento Patrimonial del Trabajador por su implicación en la empresa en el periodo t. ( $\text{DPATT}_t$ ), respondería a la expresión:

$$\text{RPT}_t = \text{DPATT}_t = \text{RETCAP}_t + \text{SALNP}_t$$

Así, interesará la participación financiera, en un sentido estrictamente económico (sin tener en cuenta las externalidades), cuando:

$$DPATST_t > DPATT_t$$

O lo que es lo mismo, si:

$$PB_t + DVM_t + SALP_t + RESP_t > RETCAP_t + SALNP_t$$

Sin embargo, la expresión anterior se simplifica considerablemente como consecuencia de las conclusiones extraídas previamente.

Por un lado, dada la dificultad en la fijación del precio de gran parte de estas empresas, el presumible incremento del valor de mercado de los títulos al no trasladarse al precio, puede considerarse irrelevante para el socio, de modo que tomaría un valor nulo ( $DVM_t = 0$ ).

Por otra parte, dado que el tipo impositivo de las sociedades mercantiles de reducida dimensión es el treinta por ciento (salvo excepciones, como es el caso de Navarra que tiene un régimen fiscal propio), es presumible que los trabajadores opten por seguir la política de beneficio contable cero, de modo que la participación en beneficios del socio pasa a ser también cero ( $PB_t = 0$ ).

Como consecuencia de lo anterior el Rendimiento de la Prestación Financiera en el periodo también se anularía ( $RPF_t = PB_t + DVM_t = 0$ ).

Con relación al Rendimiento de la Prestación Productiva Monetaria en el periodo  $t$ , esto es, la retribución salarial, cabe pensar que será mayor en la sociedad participada: se supone que los socios trabajadores se han imputado unos salarios competitivos en el mercado, y aunque solo fuera por el posible desvío de recursos de la retribución del capital, deberían tener una prima salarial.

Así:

$$SALP_t \geq SALNP_t,$$

De modo que:

$$SALP_t = SALNP_t + PSAL_t$$

Siendo:

PSAL<sub>t</sub>: Prima Salarial del socio trabajador de la empresa participada en el periodo t. Diferencia de salario con relación al potencialmente recibido en caso de trabajar para una empresa capitalista en que no es propietario.

En definitiva, ahora con los nuevos supuestos considerados:

$$\begin{aligned} \text{RPT}_t = \text{DPATST}_t &= \text{RPF}_t + \text{RPPM}_t + \text{RPPNM}_t = \\ &= \text{SALP}_t + \text{RESP}_t = \text{SALNP}_t + \text{PSAL}_t + \text{RESP}_t \end{aligned}$$

Por su parte, y como ya se ha señalado más arriba:

$$\text{RPT}_t = \text{DPATT}_t = \text{RETCAP}_t + \text{SALNP}_t$$

Sucedirá que:

$$\text{DPATST}_t > \text{DPATT}_t$$

cuando:

$$\text{PSAL}_t + \text{RESP}_t > \text{RETCAP}_t$$

Esto es, un trabajador saldrá beneficiado con su participación financiera en el capital siempre y cuando la prima salarial percibida y el valor de la retribución en especie supere la retribución en capital que obtendría el trabajador por el capital equivalente a la participación financiera del socio trabajador.

Con todo, si bien la valoración económica aquí planteada es importante, la decisión de participar en la empresa ha de considerar también en gran medida las variables ya referidas no cuantificadas por el mercado.

El modelo planteado sirve para determinar, en primera instancia, cuando a un trabajador puede interesarle ser propietario de la empresa, pero a su vez sirve para definir el objetivo último del socio-trabajador en la empresa y, por tanto, el objetivo de la empresa.

Así:

El objetivo del trabajador  $i$ , individualmente considerado será maximizar el valor actual de la rentabilidad marginal que obtiene por su condición de socio trabajador en la empresa, esto es:

$$\text{Max } \frac{\text{PSAL}_i + \text{RESP}_i}{k}$$

Siendo:

PSAL $_i$ : Prima Salarial del socio trabajador  $i$ , en términos constantes.

RESP $_i$ : Retribución de especie del socio trabajador  $i$ , en términos constantes.

$k$ : Tasa de descuento, en principio, tasa a la que se podría retribuir en el mercado financiero el capital aportado a la empresa.

En términos de empresa, podría generalizarse a la expresión:

$$\text{Max } \frac{\sum_{i=1}^n \text{PSAL}_i + \text{RESP}_i}{k}$$

siendo  $n$ : el número de trabajadores de la empresa.

Sin embargo, la heterogeneidad de los socios trabajadores puede cuestionar el objetivo aquí planteado. En realidad, la viabilidad de sociedades participadas y controladas por sus trabajadores depende, en gran medida, de la homogeneidad de sus socios tanto en su prestación a la empresa (su aportación en capital y trabajo), como en la contraprestación recibida de la misma.

#### d. Conclusiones

El enfoque tendente a que la empresa persiga la maximización de su valor para satisfacer los intereses de los propietarios y del resto de colectivos vinculados con la empresa está plenamente vigente, si bien esto no necesariamente significa el asegurar el mayor valor posible de las acciones en el mercado, entre otros motivos por que implica limitar el objetivo a sociedades anónimas.

En la común tarea de creación de valor ha de seguirse la regla clásica de llevar a cabo inversiones cuya rentabilidad supere el coste de la financiación. Bajo esta perspectiva el cash-flow a largo plazo de la empresa se consolida como la variable determinante absolutamente dependiente de la gestión eficiente de los recursos. En cualquier caso, sobre la medida más adecuada para la medición de la creación de valor no existe consenso, estando basadas todas ellas en parámetros contables.

En otro orden de cosas, las propias leyes del mercado están propiciando un proceso que probablemente derive en la generalización de la participación de los trabajadores en sus propias empresas. Las Administraciones Públicas están potenciando esta realidad amparándose entre otros motivos en la mejora de resultados empresariales ligada a la referida implicación de los trabajadores. Sin embargo para que esto ocurra es imprescindible la introducción de mecanismos efectivos que propicien la participación en la toma de decisiones.

El control empresarial por parte de los empleados suele limitarse a empresas de reducidas dimensiones. Las características de estas empresas que permite el que sus socios trabajadores se retribuyan por diferentes vías, abre un campo de estudio de interés en una doble vertiente. Por un lado pueden identificarse las motivaciones económicas que pueden aconsejar que un trabajador asuma la condición de propietario de la empresa, si bien siempre la decisión última dependerá de factores como la valoración personal de los individuos con relación a las implicaciones derivadas de controlar su propio puesto de trabajo. Por otro lado, puede llegar a cuestionarse el objetivo último de una sociedad de esta naturaleza.

Así, el sencillo modelo planteado permite concluir que un trabajador se beneficia con participar financieramente en la empresa controlando la toma de decisiones siempre que la prima salarial percibida y el valor de las posibles retribuciones en especie superen la retribución en capital que obtendría el socio trabajador por el capital equivalente a su participación financiera.

Bajo esta perspectiva, el objetivo del socio trabajador individualmente considerado será maximizar el valor actual de la rentabilidad marginal que obtiene por su condición de socio trabajador en la empresa. En consecuencia la empresa deberá maximizar la rentabilidad marginal del conjunto de socios trabajadores de la empresa, lo que redundará en un incremento patrimonial de los mismos.



## Bibliografía

- ANG, J.S; COLE, R.A. y LIN, J.W. Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Finance*, V. 55, nº 3, 1988, pp. 593-616.
- BACIDORE, J. "et al.". The Search for the Best Financial Performance Measure. *Financial Analyst Journal*, May-June, V. 53, nº 3, pp. 11-20.
- BOSTON CONSULTING GROUP. *Shareholder Value Metrics*, Boston, 1996.
- BREALEY, R.A. y MYERS, C.M. *Fundamentos de financiación empresarial*. Madrid: McGraw Hill, 4ª ed., 1993.
- BRIGHAM, E.F. *Financial Management. Theory and Practice*. 4ª ed. New York: The Dryden Press. 1985.
- COASE, R.H. The Problem of Social Cost. *Journal of Law and Economics*, nº 3, October 1960, pp. 1-44.
- COMISIÓN EUROPEA. Recomendación del Consejo de 27 de julio de 1992 relativa al fomento de la participación de los trabajadores en los beneficios y los resultados de la empresa (incluida la participación en el capital) en los Estados miembros. *D.O.L.* 245 de 26 de agosto de 1992, p. 53.
- COMISIÓN EUROPEA. Informe de la Comisión relativo al fomento de la participación de los trabajadores en los beneficios y los resultados de la empresa (incluida la participación en el capital) en los Estados miembros – PEPPER II. *D.O.C.* 55 de 24 de febrero de 1997, p. 3.
- DURAN, J.J. y ONTIVEROS, E. Relaciones entre propiedad y control en la gran empresa. *Cuadernos Universitarios de Planificación Empresarial*, 1981, V. VII, nº 3-4, pp. 521-552.
- FAMA, E.F. Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy*, April 1980, nº 88, pp. 288-307.
- FAMA, E.F. The Effects of a Firm's Investment and Financing Decisions on the Welfare of its Security Holders. *American Economic Review*, June 1978, p. 272.
- FAMA, E.F. y JENSEN, M.C. Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics*, 1983, nº 26, pp.301-325.
- FERNÁNDEZ, P. *Creación de valor para los accionistas*, Barcelona: Ediciones Gestión 2000, 2000.
- FROUD, J., HASLAM, C., "et al.". Restructuring for shareholder value and its implications for labour. *Cambridge Journal of Economics*, 2000, nº 24, pp. 771-797.

- GARCÍA-GUTIÉRREZ, C. Análisis de la rentabilidad financiera y económica de los socios de las empresas revestidas como cooperativas. la influencia de una rentabilidad en la otra y la aplicación del criterio (principio) de justicia -que no de solidaridad- en la distribución de la ganancia real. *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, nº 2, agosto de 1992, V. 1, p. 115-124.
- GARCÍA-GUTIÉRREZ, C. Método de valoración económico-financiera de la sociedad cooperativa. Una propuesta. En: HERNÁNDEZ, R.M. (Ed.). *La reconstrucción de la empresa en el nuevo orden económico*. Ponencia al VIII Congreso Nacional y IV Congreso Hispano Francés de la Asociación Europea de Administración y Dirección de Empresas (AEDEM). AEDEM, 7-10 de junio de 1994, V. III, p. 237-256.
- JENSEN, M.C. Self-Interest, Altruism, Incentives, & Agency Theory. *Journal of Applied Corporate Finance*, 1994, V. VII, nº 2, Summer 1994. Documento también disponible en la biblioteca electrónica de la Social Science Research Network (SSRN): [http://papers.ssrn.com/sol3/paper.taf?ABSTRACT\\_ID=5566](http://papers.ssrn.com/sol3/paper.taf?ABSTRACT_ID=5566).
- JENSEN, M.C. y MECKLING, W.H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure. *Journal of Finance*, October 1976, V. 3, nº 3, pp. 305-360.
- KELSO, L.O. y ADLER, M.J. *The Capitalist Manifesto*. New York: Random House, 1958.
- KELSO, L.O. y ADLER, M.J. *The New Capitalists*. New York: Random House, 1961.
- LEJARRIAGA, G. El acceso a la propiedad de la empresa por los empleados. En MASCAREÑAS, J. *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*. Madrid: Mc-Graw Hill, 1ª ed. 1992, pp.195-209.
- LEJARRIAGA, G. Las sociedades laborales. En *Informe sobre la situación de la Economía Social en España*. Valencia: CIRIEC-España, 2002 (en prensa).
- LEJARRIAGA, G. La retribución al trabajo y al capital en la Sociedad Anónima Laboral. Un modelo analítico. *CIRIEC España*, mayo 1993, nº 13, pp. 179-198.
- MASCAREÑAS, J. *Innovación financiera*. Madrid: McGraw-Hill, 1999. pp. 29-62.
- MORALES, A.C. Las ESOP americanas y las empresas de trabajo asociado españolas. *Revista de Fomento Social*, enero-marzo 1988, nº 169.
- NATIONAL CENTER. FOR EMPLOYEE OWNERSHIP (NCEO). *A Conceptual Guide to Employee Ownership for Very Small Business*, 2001.
- OWNERSHIP ASSOCIATES, INC. *Ownership and Motivation. The Ownership Culture Report*. Cambridge, MA: Ownership Associates, Inc., V. 1, nº 4, winter, 2001. También disponible en internet: [www.ownershipassociates.com/ocr4.html](http://www.ownershipassociates.com/ocr4.html).
- RAPPAPORT, A. *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*, 1ª ed. New York: The Free Press, 1986. Existe version en castellano de la 2ª edición: RAPPAPORT, A. *La creación de valor para el accionista*, Bilbao: Ediciones Deusto, 1998.

RUÍZ, R.J. y JIMÉNEZ, J.L. La creación de valor mediante indicadores modernos en empresas no cotizadas. *Estrategia Financiera*, septiembre 2001, nº 176, pp. 33-38.

SMITH, A. *The Wealth of Nations*. New York: Modern Library, 1937.

Stern STEWART & Co. *The Quest for Value. The EVA Management Guide*. New York: Harper Business, 1991.

SUÁREZ, A.S. Decisiones óptimas de inversión y financiación en la empresa. 19ª Ed. Madrid: Pirámide, 1998.

WELBOURNE, T.M. y CYR, L.A. Using Ownership as an Incentive. *Group & Organization Management*, V. 24, nº 4, 1999, pp. 438-460.