

## EL OBJETIVO EMPRESARIO A LA LUZ DE LOS GRUPOS DE INTERÉS Y LA PRÁCTICA DE LA GESTIÓN

Hernán ALONSO BAFICO<sup>1</sup>  
Eduardo QUIROGA<sup>2</sup>  
Juan Manuel SALVATIERRA<sup>3</sup>

### Resumen

El presente trabajo examina la definición de objetivo empresario en la organización con fines de lucro, analizando su formulación en términos de la maximización del valor a largo plazo del capital propio, desde las teorías críticas de las visiones neoclásicas de la firma.

Se describen programas de compensaciones e incentivos gerenciales desde la óptica del proceso de creación de valor, analizando su condición de mecanismo eficaz para reducir costos de agencia y motivar la generación de valor sostenible.

Incorporando dimensiones de análisis apartadas de los supuestos de racionalidad completa, funcionamiento eficiente y competitivo de los mercados, situaciones de equilibrio estable y de igualdad de oportunidades, se analiza la visión de los stakeholders como alternativa a la definición de objetivo empresario. El recorrido del análisis incluye algunas dimensiones relevantes: si debe o no ser único, si debe ser permanente, su relación con los derechos de propiedad y la visión desde la práctica de la gestión.

Se concluye que la definición de objetivo empresario en términos del valor de largo plazo del capital propio no necesita ser reformulado. Se reconoce que los aportes de las teorías críticas son fundamentales para lograr la necesaria orientación de largo plazo de la gestión.

**Palabras clave:** Objetivo de la Firma, Maximización del Valor, Teoría de los Stakeholders, Remuneraciones Directivas.

<sup>1</sup> Profesor Titular Finanzas de Empresas I, Facultad de Cs. Económicas. UNLP. Correo: hernan.alonsobafico@econo.unlp.edu.ar

<sup>2</sup> Profesor Finanzas de Empresas I, Facultad de Cs Económicas de la UNLP. Correo: eduardo.quiroga@econo.unlp.edu.ar

<sup>3</sup> Profesor Finanzas de Empresas I, Facultad de Cs Económicas de la UNLP. Correo: juanmanuel.salvatierra@econo.unlp.edu.ar

## **Abstract**

*This paper examines the objective function of the firm, defined as the maximization of the long term value of its shareholders' claims. This view is analyzed from the perspective of alternative theories that challenge the neo classical vision of the firm.*

*From the standpoint of the value creation process, particular forms of executives' compensation schemes are considered, questioning how effective they've been in reducing agency costs and mobilizing managers' behavior towards the creation on long term, sustainable value.*

*We analyze the propositions of the Stakeholders Theory, and challenge its possible use as an alternative definition of the corporate purpose or firm's objective. The analysis accepts points of view departed from those assuming frictionless, competitive and efficient markets, and the existence of conditions of stable equilibrium and equal opportunities. It also includes relevant dimensions related to the definition of the firm's objective: Does it have to be unique and permanent? How does it relate with property rights? What are the practical effects on management behavior?*

*The analysis conducted does not support the contention that a reformulation of the corporate objection is in order. However, the contributions of the critical theories are essential in helping executives to guide the practice of management towards sustainable value creation.*

**Key words:** *Firm Objectives, Value Maximization, Stakeholder Theory, Executive Compensation.*

**Clasificación JEL:** G30, L21, M12 y M52

## **1. Introducción**

La actividad desarrollada por organizaciones precisa dirección, orientación hacia metas, hitos, marcas en el camino. En términos de Simon (1964, p.1) "el concepto de objetivo aparece como indispensable para la teoría de la organización".

Una definición de objetivo empresarial, ha sido ofrecida en términos de la maximización del valor de largo plazo del capital propio invertido. Inicialmente derivada de las proposiciones de Barle (1931), la sola atención al interés de un solo grupo de reclamantes (stakeholders) ha dado lugar a visiones encontradas. Dando lugar a un extenso debate entre colegas, Dodd (1932) defendió la posición que define el objetivo de la gestión en términos del interés de los distintos grupos con interés legítimo sobre los efectos que produce el accionar de la empresa. La discusión no se encuentra aún saldada, conviviendo posturas críticas a la definición de objetivo en términos del interés del accionista, y aquellas que

reclaman su formulación en términos de intereses más generales, que incluya a los diferentes grupos reclamantes (terceros interesados).

La idea de maximizar una función de valor, ha sido cuestionada por quienes creen que necesita, para ser operativa, echar mano de supuestos asociados a la teoría neoclásica de la firma; fundamentalmente, de sus postulados sobre funcionamiento eficiente de los mercados y existencia de condiciones de racionalidad ilimitada. Las llamadas teorías críticas enfáticamente rechazan tales supuestos, por lo que podrían entenderse contrarias al objetivo de maximización del valor del capital propio -Para un análisis sobre este contrapunto, Alonso Bafico, Quiroga y Salvatierra (2015).

El presente trabajo indaga sobre la vigencia de tal definición de objetivo empresarial, en contextos en los que no se verifican los supuestos del modelo neoclásico. También se cuestiona si la definición del objetivo de la gestión en términos del interés del capital propio resulta incompatible con los postulados de la llamada teoría de los stakeholders, que como visión crítica, se presenta en el primer apartado del trabajo.

La necesidad de explicitar objetivos se deriva de la esencia misma de la gestión, esto es, coordinar esfuerzos y lograr comportamientos alineados en términos de acciones conducentes a un estado de cosas deseado. El diseño de programas de incentivos que alineen en el corto y largo plazo los intereses gerenciales con los de los accionistas, resulta crucial para el proceso de generación de valor sostenible.

Algunos planteos son recurrentes en las discusiones sobre el objetivo empresarial y la manera en la que este afecta el comportamiento gerencial. El presente trabajo analiza respuestas a las siguientes cuestiones: ¿El objetivo empresarial debe ser único o múltiple?; ¿Debe ser estable, permanente, o necesita modificarse ante cambios en el contexto?; ¿Cómo se relacionan definiciones alternativas de objetivo empresarial, con los derechos de propiedad?; ¿Con qué definición de objetivo se manejan los gerentes y directores de empresa en la práctica?

La incorporación de factores y variables que intervienen en la práctica gerencial, no tenidos en cuenta en la teoría neoclásica de la firma, no ha dado lugar a una nueva definición de objetivo empresarial que demuestre superioridad teórica y creciente adopción por parte de las empresas. Las conclusiones del análisis realizado se sintetizan en las siguientes observaciones:

- El objetivo empresarial, definido como la búsqueda del mayor valor de largo plazo del capital propio, no necesita reformularse para incorporar en su definición la consideración explícita de distintos grupos de sectores reclamantes.
- Especial énfasis debe ponerse en la orientación hacia la creación de valor en el largo plazo, de manera sostenible, dada la relativa ineficiencia con la que funcionan los mercados financieros.

- Como métrica síntesis de performance, la contribución al valor de largo plazo se apoya en numerosos indicadores cuantitativos y cualitativos. En su establecimiento, deben considerarse medidas vinculadas con los intereses de los distintos sectores con interés legítimo en la acción de la empresa, incluyendo indicadores cualitativos y relacionados con la generación de intangibles.

- El diseño de sistemas de incentivos y de remuneración de gerentes debe tener en cuenta los aportes de las teorías críticas, fundamentales para comprender la reacción de los individuos y grupos, condicionando la efectividad de los planes y objetivos de gestión.

- El objetivo empresarial es único y permanente. En su visión maximizadora de valor, el modelo financiero incluye todas las externalidades generadas por las decisiones; la teoría de los stakeholders resulta complementaria y no opuesta a la definición tradicional. Como guía de largo plazo para la gestión, no precisa ser cambiado, aunque se redefina constantemente la selección de medios y objetivos intermedios.

## **2. Objetivo empresarial y grupos de interés**

### **2.1 ¿Stakeholders versus shareholders?**

La existencia de las empresas ha sido justificada como formas de superar las imperfecciones y limitaciones del mercado (Coase, 1937; Williamson, 1985) y/o las propias de los participantes en las mismas (Simon, 1972, 1976). Lo cierto es que a través de empresas u organizaciones, que representan formas de coordinación establecidas fuera del mercado, se lleva a cabo gran parte de la actividad económica en todo el mundo.

Es ampliamente reconocido que las organizaciones precisan definir objetivos para organizar su funcionamiento. Donaldson reconoce que las empresas “Son creadas y perduran en función del logro de ciertos objetivos” (Donaldson, 1995, p. 20). Al decir de Parsons (1956) “las organizaciones se distinguen de otras formas por tener o perseguir un propósito u objetivo”. Etzioni, por su parte, define a la organización como “esfuerzos humanos coordinados hacia la obtención de determinados objetivos” (Etzioni, 1959, p. 43). En términos de Pavesi: “Aunque haya o no haya teorías, criterios, reglas, métodos, procedimientos, el Administrador debe administrar: obtener objetivos, modificar el mundo” (Pavesi, 2002, p.74).

Establecida esta característica de la empresa, resulta claramente relevante atender a la cuestión de la definición del objetivo de la misma. La postulación del objetivo empresarial como la maximización del valor de la participación en la misma por quienes poseen derechos sobre los beneficios residuales que su accionar genera (accionistas o propietarios),

ha sido en ocasiones clasificada como perteneciente a la visión neoclásica de la firma, asociada por ello con el individualismo metodológico, la racionalidad completa, el cálculo marginal maximizador, el funcionamiento eficiente de los mercados, y el énfasis en la eficiencia como elemento justificador de la existencia y supervivencia de la empresa. Desde la teoría financiera, la búsqueda del máximo valor actual o presente se entiende un objetivo financiero natural de la empresa, por lo que el objetivo empresario se define en estos términos en los textos de la disciplina (entre otros Brealey, Myers y Allen, 2015; Brealey & Myers, 2006; Brigham y Ehrhardt, 2007; Brigham y Houston, 2005; Damodaran, 2014 y 2001; Ross, Westerfield y Jaffe, 2012 y Pascale, 2012).

La definición maximizadora supone la existencia de un objetivo general, de orden superior, que actúa como guía para la conducta y la toma de decisiones de los gerentes. La existencia de organizaciones complejas, cuyo desenvolvimiento afecta varios grupos heterogéneos, con intereses diversos que se ven impactados por la actividad de la empresa (claimants, o reclamantes de la organización), plantea también la posible limitación o inconveniencia de definir un objetivo global, o guía fundamental para toda la acción de la organización, en términos de los intereses de un solo grupo de interés. Alineada a esta visión se desarrolló la llamada teoría de los stakeholders, que ha generado un amplio campo de debate, añadiendo a la discusión una mayor consideración por la dimensión ética.

A partir de las proposiciones de Barle (1931) y Dodd (1932), se originó un debate en el cual se fueron definiendo posiciones antagónicas. En el campo de Barle se ubicaron quienes vieron necesaria la definición de objetivos en términos del interés del capital propio, resaltando la creciente tendencia hacia la separación entre propiedad y gestión de las empresas, las relaciones entre principales y agentes de la teoría de la agencia y en casos usando, a veces de manera implícita, supuestos típicos del modelo económico neoclásico, como el del funcionamiento eficiente del mercado de capitales. Se desarrolló en este ámbito la postura caracterizada como de la primacía de los accionistas.

Las visiones más cercanas al enfoque de Dodd, reclamando mayor atención a las responsabilidades sociales de la empresa, y consistentes con una definición de objetivo que incluya expresamente los intereses de los distintos grupos de interés (legítimos) de la empresa, fueron consideradas como enroladas en la pretenciosamente llamada teoría de los reclamantes, o teoría de los stakeholders (stakeholders' theory).

Los enfoques de los stakeholders (reclamantes) y de los shareholders (accionistas) han sido presentados como opuestos en numerosos trabajos -ver la descripción ofrecida al respecto en el trabajo de Bratton y Wachter (2008). El presente análisis centra la atención en el uso de ambos enfoques desde su utilidad práctica a la hora de dirigir múltiples esfuerzos en función de un objetivo. Para ello debe atenderse a los aportes realizados desde distintos

ámbitos y disciplinas. Con esta orientación, trataremos identificar lugares comunes entre los enfoques y analizar si ha llegado el momento de cambiar la definición de objetivo empresarial en el ámbito académico (particularmente en la enseñanza de las finanzas) y en la práctica de la gestión. No ahondaremos en este trabajo en las aristas legales del debate, que ha sido atendida en numerosos trabajos aportados desde las escuelas de derecho (Bratton y Wachter, 2008; Hansmann y Kraakman, 2000; Keay, 2007 y Stout, 2012 b, entre otros).

## **2.2 Objetivos, Medios y Medidas**

El proceso de fijación de objetivos es fundamentalmente una combinación de enfoques racionales y deterministas, cómo también de negociación y adaptación. Resultan de un intercambio complejo de fuerzas y limitaciones internas y externas.

La definición de objetivos, requiere analizar cómo se van a alcanzar, de la selección de medios para su cumplimiento. La relación entre objetivos y medios es jerárquica; los medios definidos a un nivel se convierten en objetivos para el siguiente nivel, y así se avanza en el esquema jerárquico hasta desarrollar metas operativas concretas, estructurándose la conocida cadena de medios y fines. La estrategia corporativa, viene a alinear los esfuerzos y recursos, seleccionando la forma en que se espera actuar en pos de la consecución del objetivo empresarial.

En las últimas décadas, ha cobrado fuerza la opinión de que la capacidad de ejecutar una estrategia es más importante que la calidad de la estrategia en sí. Según un estudio (realizado por R.S. Kaplan y E.L. Kaplan, 1996), en la mayoría de los casos analizados el verdadero problema no es una mala estrategia... sino su mala aplicación (diagnóstico de fracasos, estimados en más del 70 por ciento). Un nivel de fracasos tan elevado permite entender por qué los inversores sofisticados valoran más la capacidad de ejecución que una buena visión. En buena parte, esta capacidad consiste en la adecuada selección de medios, o una estructuración efectiva de medios-fines concatenada de forma alienada a través de distintos niveles jerárquicos.

El diseño y ejecución de planes que entrelazan cadenas de medios fines, precisa medidas e indicadores. En tal esfuerzo de medición, el sistema de información estratégico, apoya la gestión desarrollando métricas para mensurar aspectos cualitativos y vinculados con el desarrollo de intangibles, críticos para crear y sostener el valor económico del negocio. La teoría de los stakeholders, enfatiza que las oportunidades de crear valor están pasando de la gestión de activos materiales a la gestión de estrategias basadas en el conocimiento que despliegan los activos inmateriales de la organización: relaciones con los clientes, productos y servicios innovadores, procesos operativos eficaces, tecnologías de la información y las capacidades, habilidades y motivaciones de los empleados. En la actualidad las organizaciones

operan más cerca de los clientes que de las inversiones en activos físicos. Ello se materializa a través de unidades de negocios o centros de responsabilidad descentralizados, reconociendo que la ventaja competitiva proviene más de la gestión del conocimiento, el desarrollo de capacidades y la construcción y gestión de relaciones.

La aplicación de la estrategia requiere, por lo tanto, una difícil y no siempre clara vinculación y alineación entre la dirección centralizada, las unidades de negocios y los empleados, en un proceso continuo e iterativo. Tal coherencia se demuestra a través de métricas concretas surgidas de los sistemas de información contable, financiero y estratégico, que a su vez exhiben su relación con las cifras incorporadas a la medición de valor del capital propio –generalmente en términos de flujos de fondos descontados.

Desde el enfoque de los stakeholders, todos los objetivos e indicadores de un cuadro de mando integral, financieros y no financieros, deberían derivarse de la visión y estrategia de la organización. Kaplan y Norton (2000) proponen medir la actuación de la organización desde cuatro perspectivas: las finanzas, los clientes, los procesos internos, y la formación y crecimiento. De esta forma, las empresas pueden seguir la pista de los resultados financieros, como también observar el progreso en la formación de aptitudes y la adquisición de bienes intangibles que necesitan para su crecimiento futuro.

Durante la era industrial (1850-1975) se desarrollaron los sistemas de control financiero en empresas como General Motors, DuPont o General Electric, para facilitar y vigilar las asignaciones de capital físico y financiero. Un indicador financiero, como el rendimiento sobre el capital se empleó como mecanismo para canalizar el capital empleado por la empresa hacia su utilización más productiva, y monitorear la eficiencia con que las divisiones operativas utilizaban el capital físico y financiero para crear valor para el accionista.

La aparición de la era de la información, hizo que muchas concepciones se volvieran obsoletas, las empresas ya no podían sostener ventajas competitivas únicamente con la aplicación de nuevas tecnologías a los bienes físicos y con buena gestión de activos y pasivos financieros. La habilidad de una empresa para movilizar y explotar sus activos intangibles, se ha convertido en algo mucho más decisivo, ya que permite que una organización desarrolle relaciones de lealtad con sus clientes, ofrezca productos y servicios innovadores, producidos con alta calidad, bajo costo y corto plazo de espera. El éxito en tal sentido requiere mediciones periódicas que guíen y apoyen el esfuerzo sistemático para la innovación y que disparen alertas para el cambio cuando los planes no demuestren contribuciones positivas en el proceso de creación de valor.

La definición del objetivo empresarial en términos de valor, y la medición de este último a través de fórmulas vinculadas al sistema de información contable y financiero, genera la impresión de que tal objetivo empresarial lleva a un excesivo énfasis en la performance de

indicadores financieros de corto plazo (comportamiento de medidas surgidas de estados contables trimestrales). La obsesión con el cambio en el flujo de fondos o resultado por acción trimestral, no es compatible con el objetivo de creación de valor sostenible. Tampoco lo es el énfasis en aspectos cualitativos y de satisfacción de intereses de corto plazo de grupos reclamantes, sin el debido mérito en términos de medidas de valor, que se traducen y sintetizan a través del modelo financiero. Planes que no crean valor para la empresa pero que miden lo necesario para gatillar el pago de premios a los gerentes, se defienden en ocasiones pretendiendo confundir al objetivo de creación de valor con una excesiva orientación de corto plazo, solo interesada en conseguir objetivos financieros como rendimientos sobre el capital invertido, dividendos por acción o incluso la cotización de las acciones.

Estas posiciones buscan alejarse de las exigencias del modelo de valor económico y las medidas del modelo financiero, empleando para su justificación arquitecturas desarrolladas desde la teoría de los stakeholders y desarrollos como los vinculados a los tableros de mando integral, o balanceados. Fundamentan, en línea con estas posturas, que la competencia global está conducida por la tecnología y de cara al cliente. Sostienen que los directivos se deben centrar en la satisfacción de los clientes, en la calidad, en los tiempos de los ciclos y en las mejoras de las habilidades y motivaciones de los empleados. El error de esta posición no está en estas afirmaciones, sino en postular que a medida que las empresas mejoren sus operaciones, sus relaciones con los grupos de reclamantes y la inversión en intangibles, las cuentas financieras se arreglarán solas. Además, la cuestión que no se resuelva, es como asignar mérito relativo a distintos cursos de acción mutuamente excluyentes y cuáles serían los métodos de elección y decisión entre las alternativas disponibles (Jensen, 2002).

Los resultados financieros, no mejoran automáticamente como consecuencia de programas de mejora operativa centrados en la calidad y los tiempos de los ciclos. Los indicadores financieros periódicos han de seguir teniendo un papel esencial a la hora de recordar a los ejecutivos que la mejora de la calidad, de los tiempos de respuesta, de la productividad y de los nuevos productos son medios para un fin, no el fin en sí mismo. Tales mejoras únicamente benefician a una empresa cuando pueden traducirse en una mejora de las ventas, reducción de gastos operativos y/o incremento en la eficiencia y productividad en la utilización de los activos a mediano o largo plazo. Estos logros, a su vez, deben ser incorporados al modelo de valuación, y demostrar que generan no solo mejoras de balance, sino creación de valor económico.

El fracaso en traducir una actuación operativa mejorada en condiciones de creación de valor sostenible, debe llevar a los ejecutivos a replantear las estrategias de la empresa y



sus planes de puesta en práctica. En tal esfuerzo debe evitarse caer en la miopía o distorsión, que se evidencia en la excesiva atención a medidas financieras de corto plazo y a indicadores de mejoras operativa sin explicitar el mérito de las mismas en términos de su relación con la ecuación de generación de valor de largo plazo. Para ello, es fundamental que la estructura de incentivos de los gerentes y del personal clave resulte consistente con la orientación hacia la creación de valor sostenible.

### **3. Estructura de remuneración e incentivos de los ejecutivos**

Un desafío crítico en el proceso de creación de valor, es vincular los programas de incentivos de los directivos con los intereses de los accionistas en el largo plazo. Un eficaz sistema de incentivos, se define como aquel que motiva a los directivos a generar el mayor valor sostenible para el accionista, recompensándolos por su contribución en tal sentido.

La compensación a ejecutivos es un tema controversial en todo el mundo, principalmente luego de la crisis del 2008, que puso esta cuestión en el centro de la escena. Las críticas a los esquemas de compensación de directivos apuntan a los elevadísimos salarios que reciben, a la amplia brecha de sus remuneraciones en relación con los de trabajadores no jerárquicos de la compañía, y a la débil o nula relación entre sus retribuciones y el rendimiento de la firma (Marcus, 2016; entre otros).

Cuando la evaluación de la actuación y el otorgamiento de incentivos entran en conflicto con la creación de valor y sustentabilidad de la empresa, las decisiones de los ejecutivos estarán influenciadas por las medidas de evaluación, amenazando la salud de largo plazo de la empresa. El problema clave se encuentra en que los planes, las decisiones de inversión y la propuesta de acciones estratégicas, podrían en la práctica basarse fundamentalmente en sus efectos sobre las métricas de cálculo de remuneraciones, y no en los impactos que prometen sobre el valor sostenible de la firma.

Las justificaciones de planes de acción y estrategias que se postulan en términos de su impacto sobre intereses de los stakeholders, cuidadosamente omitiendo probar sus méritos en términos de creación de valor, pueden ser excusas de gerentes maximizadores de sus propios ingresos, esquivando el verdadero test para evaluar el mérito del curso de acción propuesto. En el mismo sentido, las justificaciones en términos de contribuciones al precio de las acciones de la empresa, que no demuestran cómo se vincula el mismo con la debida atención al cuidado de los distintos reclamantes legítimos de la firma, pueden resultar igualmente contrarias al valor sostenible de la empresa y al bienestar de sus accionistas de largo plazo y de sectores de interés que deberían considerarse "socios" necesarios para la creación y mantenimiento de ventajas competitivas.

Luce difícil hallar soluciones a estos problemas en definiciones alternativas de objetivo empresarial, sin incorporar al análisis la necesidad de una arquitectura de gobierno corporativo que incluya las mejores prácticas en la materia, complementado con nuevos diseños de reporte de información al mercado. Los esquemas de remuneración de gerentes es uno de los aspectos clave en esta dirección.

### **3.1 Remuneración variable. Entrega de opciones de compra y de acciones restringidas**

Existe gran heterogeneidad en los sistemas de retribución ejecutiva implementados por las empresas, pero en la mayoría incluye al menos tres conceptos: remuneración fija, bonos de corto plazo y bonos de largo plazo.

- La remuneración fija tiene por objeto recompensar la responsabilidad y la trayectoria profesional del ejecutivo, su monto suele definirse tomando de referencia las remuneraciones establecidas por las empresas competidoras. Es una remuneración que no está vinculada con ninguna medida de rendimiento, resultados de la empresa o creación de valor.

- Los premios o “bonus” de corto plazo, son una remuneración variable; recompensan la consecución de objetivos establecidos en los planes corporativos, y se calculan en función de mediciones correspondientes a los cierres contables periódicos que realiza la empresa. Se componen de medidas relacionadas con nivel de ventas, beneficios contables, utilidad por acción o flujos de fondos disponibles, entre otros. Su periodicidad en el cálculo y pago suele ser trimestral, semestral o (más frecuentemente) anual.

- Los premios de largo plazo constituyen un incentivo que busca recompensar la creación de valor sostenible para el accionista. Las alternativas para remunerar la creación de valor futuro, suelen ser la entrega de acciones restringidas (stock awards) y/o las opciones sobre acciones (stock options).

- Acciones restringidas: son acciones que se entregan a los directivos para premiar el cumplimiento de objetivos estratégicos. Estos títulos suelen estar sujetos a ciertas condiciones como el período de retención obligatoria y el compromiso de permanencia del directivo en su cargo durante ese lapso. Estas restricciones tienden a incentivar el incremento del valor de las acciones, puesto que su beneficio personal del directivo está directamente vinculado al mismo

- Opciones sobre acciones: son compensaciones a largo plazo, en la medida que las fechas de ejercicio se diferencian (o al menos escalonan) durante varios años. Se trata de derechos, que otorgan a su tenedor la posibilidad, pero no la obligación, de comprar acciones en un futuro a un precio predeterminado, llamado precio de ejercicio. El beneficio

para el directivo se mide por la diferencia entre el precio de las acciones y el precio de ejercicio. Se pretende de esta manera alinear los intereses de los gerentes con los de los accionistas. En mercados ineficientes, en el cual existen asimetrías informativas importantes, los reportes financieros y datos contables divulgados por la empresa producen variaciones de precios de magnitud; por ello, los receptores de opciones podrían manipular esta información para provocar reacciones favorables de mercado (incremento de precios), en las fechas de ejercicio –aunque tales valores sean insostenibles más allá del corto plazo.

Resulta fundamental, para que el sistema sea efectivo, que las medidas de evaluación de la actuación de corto plazo sean coherentes con las establecidas en el proceso de planificación estratégica, para una maximización del valor de largo plazo del capital propio invertido. La mínima comprensión que muchas veces tienen los accionistas sobre las complejas estructuras de paquetes de compensaciones de ejecutivos, y la ausencia o falta de independencia de comités de remuneraciones, son problemas a resolver.

El funcionamiento del directorio, debe asegurar la independencia de este órgano respecto de la gerencia de línea. Estos directorios independientes, en el ámbito de sus responsabilidades fiduciarias, precisan dirigir procesos de planificación del negocio que expliciten medios y acciones en base a información tanto contable, como financiera y también cualitativa y estratégica. Tal información debe en su conjunto apuntalar la medida de valor del capital propio, identificando con detalle las relaciones entre medidas relacionadas con acciones (medios) y los valores correspondientes del objetivo. Es en este marco en el que el comité de compensaciones debe diseñar programas de incentivos alineados con la creación de valor sostenible, de manera simple y clara.

Conformando una clara tendencia, cada vez más grupos de inversores institucionales (hedge funds, fondos comunes de inversión, fondos soberanos y fondos de pensiones) ponen bajo la lupa la retribución que se les da a los altos ejecutivos y se oponen en sus respectivas juntas de gobierno o asambleas -aunque no sean vinculantes sus votaciones (ver ejemplos en Marcus, 2016). Este movimiento se orienta a lograr una más estrecha relación entre la compensación de gerentes y los intereses de los grupos de accionistas de largo plazo (en términos de B. Graham, con los inversores en lugar de los especuladores). Este desarrollo de mercado cobra relevancia a medida que los inversores institucionales tienen cada vez mayor participación en el capital de las empresas cotizantes, y el inmenso tamaño de sus tenencias los convierte necesariamente en accionistas de largo plazo.

En la práctica, las opciones sobre acciones, han sido el componente de la remuneración de ejecutivos que más ha crecido en los últimos años. Lamentablemente, la opción sobre acciones tradicional no cumple con la premisa de recompensar una actuación superior. En el empleo tradicional de otorgar a los ejecutivos opciones de compra sobre acciones, el

precio de ejercicio, es generalmente el precio de cotización de la acción del día en que se concede la opción y se mantiene fijo hasta su fecha de ejercicio. Por lo tanto, los ejecutivos se benefician de toda apreciación del valor de la acción en el mercado, aun cuando el rendimiento para los accionistas sea inferior al rendimiento medio obtenido por sus competidores o por el conjunto del mercado (Rappaport, 2006).

Por ejemplo, supongamos que a un gerente general o director se le premia con 100.000 opciones al precio corriente de 100 dólares por acción, ejercible en el transcurso de los próximos diez años. Un incremento en el valor de la acción hasta 150 dólares en dicho lapso, se obtendría con un rendimiento anual del 4% para los accionistas y una recompensa de \$5 millones de dólares al gerente general. Suponiendo que en ese período el rendimiento promedio de las acciones de las empresas competidoras (o del mercado) fuera significativamente superior (digamos 10%), el Consejo de Administración, preocupado por esta situación e incentivado por los frustrados accionistas, pudiera estar decidiendo la sustitución del gerente general. Pero en ese mismo lapso se lo está recompensado por una mediocre actuación en lugar de por una actuación superior como deseaban al momento en que se estructuró la opción.

Considerando que las acciones cotizan en mercados ineficientes, donde los agentes económicos interactúan en un ámbito de desigualdad de recursos, información y poder, y las decisiones se toman en el marco de capacidades y racionalidad limitada, resulta inconveniente medir la actuación en pos de la creación de valor sostenible a largo plazo, únicamente por el valor de cotización actual de las acciones.

Los ejecutivos que reciben opciones tradicionales ganan cuantiosas sumas de dinero como consecuencia de los procesos alcistas del mercado, que no tienen vinculación directa solo con mejoras en el rendimiento de las empresas, sino más bien con factores externos como coyuntura económica (nivel de tasas de interés o inflación), situación política-institucional, cuestiones informacionales y de poder, que de ninguna manera pueden considerarse como creaciones de valor sostenible y menos aún, relacionarse con las decisiones del ejecutivo cuya actuación se está pretendiendo recompensar.

Otro aspecto a considerar es el período de retención obligatoria de la opción. En la mayoría de los casos, este no sobrepasa los cuatro años y a veces el derecho de ejercicio no supera el año. De esta manera, en un movimiento alcista del mercado, los ejecutivos pueden ejercer las opciones y vender las acciones recibidas, quebrándose el buscado alineamiento entre los intereses de los ejecutivos con los de los accionistas. Como se indicó, mercados ineficientes generan posibilidades para manipular el precio de la acción, de manera de incrementar el valor intrínseco de la opción. Los casos de otorgamiento de opciones "retroactivas" (backdated options), enriqueciendo gerentes en desmedro de los

accionistas, demuestran lo poderosos y peligrosos que pueden resultar estos esquemas de incentivación en ausencia de mecanismos de control.

En definitiva, las opciones sobre acciones, pueden concederse a los ejecutivos como recompensa a una actuación superior, pero por las ineficiencias mencionadas anteriormente, no debiera ser la única referencia, ni el componente más importante del paquete de remuneración, ya que si fuera así, se trasladarían las ineficiencias, al sistema de incentivos de la gestión.

Por último, cuando se definen las condiciones en la implementación de un programa de opciones, se debe ser consciente del objetivo perseguido, ya que el valor de mercado sigue siendo una referencia insoslayable, debido a que, en definitiva, es allí donde los inversores hacen efectivas sus valoraciones comprando o vendiendo sus posiciones. Pero no debemos perder de vista, que el valor a maximizar es el del inversor de largo plazo (no el del inversor especulador que busca el rendimiento de corto plazo), para lo cual, se debe tener en cuenta dos aspectos fundamentales: el período de retención obligatoria y el precio de ejercicio de las opciones. Este último, para ser consistente con el objetivo empresarial, debiera ser ajustado por la tasa de costo de capital (bajo esta modalidad, se otorgan opciones cuyo precio de ejercicio se encuentra en niveles cercados al de cotización, pero con una mecánica de ajuste periódico del precio del primero, a una velocidad determinada por el costo de oportunidad del capital propio).

### **3.2 La retribución de los Ejecutivos de las Unidades de Negocios**

En las empresas diversificadas, con amplia gama de productos y mercados, las principales fuentes de valor se generan en las unidades de negocios. Las decisiones cotidianas y las inversiones para mantener o mejorar la competitividad, generalmente las toman los ejecutivos de las unidades de negocios, y la forma en que se evalúe e incentive su actuación, repercutirá directamente en su accionar y en los resultados de la empresa (Rappaport, 2006).

Los paquetes de remuneración que incluyen el otorgamiento de opciones sobre acciones y acciones restringidas, empleados como incentivo para alinear los intereses de los gerentes con los de los accionistas (comentados en el apartado anterior), no resultan siempre aplicables a nivel de las unidades de negocios. A diferencia de la situación de los altos ejecutivos de la empresa, para quienes la cotización de la acciones de la misma puede ser una referencia objetiva (con las limitaciones mencionadas) de cómo el mercado evalúa su actuación, las unidades de negocios no tienen una cotización observable que pueda ser utilizada a los efectos de valorar la actuación de sus gerentes.

Las opciones sobre acciones, además de las limitaciones ya analizadas, resultan un

incentivo poco efectivo para estos ejecutivos, ya que su actuación tiene poca influencia en el éxito de la empresa en su conjunto, motivo por el cual, podría darse el caso de una disminución del precio de la acción por actuaciones mediocres de otras unidades de negocios a pesar de una actuación sobresaliente de su división. Por el contrario, a pesar de una deficiente actuación de su unidad de negocios, un ejecutivo podría percibir los beneficios de un incremento significativo en el precio de las acciones como consecuencia de los excelentes desempeños de otras divisiones. En consecuencia, los ejecutivos de las unidades de negocios que buscan sus propios intereses, pueden encontrar más motivación en maximizar el beneficio del período corriente, para asegurarse su premio por resultado logrado a nivel de la división (caso del bono de corto plazo), más que contribuir a la competitividad de largo plazo de la empresa.

Para ser coherente con el objetivo de la empresa de maximizar el valor de largo plazo del capital propio invertido, la valoración de la actuación de cada unidad de negocios, debería estar en función a su aportación particular en la generación de valor sostenible para el accionista.

“Las medidas de tipo financieras, como el beneficio de explotación, el rendimiento contable sobre la inversión y el cash flow, continúan dominando los sistemas de evaluación de la actuación de las divisiones y de las unidades de negocios. Sin embargo, la creación de valor es un fenómeno de largo plazo.” (Rappaport, 2006, p.163)

Para ser eficaces, los ejecutivos de las unidades de negocios deberían ser recompensados por logros que generen un valor superior a largo plazo. El desafío está en la explicitación de los supuestos y relaciones que subyacen en los flujos de fondos estimados, a pesar de la dificultad e incomodidad que ello genera en contextos de incertidumbre. Las medidas de valor necesitan incorporar y revelar las consecuencias de largo plazo de las acciones y planes de corto plazo de las unidades de negocios. Ello incluye la valoración de los intereses de los stakeholders, el posicionamiento de mercado, el progreso en la formación de aptitudes y la adquisición de intangibles necesarios para sostener el crecimiento.

#### **4. Dimensiones de análisis**

##### **4.1 ¿Debe ser único el objetivo empresarial?**

Dada la imposibilidad lógica de maximizar en más de una dimensión, el comportamiento guiado necesita una función objetivo única (Jensen, 2002).

La teoría de los stakeholders, criticada por no especificar cómo manejar las relaciones de compromiso o contradictorias entre los intereses de los distintos grupos, no avanza

mucho más allá de afirmar la necesidad de tener en cuenta y rendir cuentas sobre los efectos de las decisiones de los gerentes sobre los intereses de los distintos grupos. Tal posición no es opuesta sino complementaria al objetivo planteado en términos de maximizar el valor de largo plazo de la firma o del capital propio.

De la misma manera, la visión del objetivo único, maximizador, no supone que no se mida, se reporte y se incluya en los modelos de medición de performance, los efectos de las decisiones de la gerencia sobre los ámbitos sensibles o de interés de los distintos reclamantes de la empresa. El modelo financiero, empleado para medir valor a través del descuento de flujos de fondos esperados, supone la inclusión de la totalidad de externalidades generadas por las decisiones empresarias. Por otra parte, las exigencias de información a revelar en los reportes sobre la marcha de negocios de las empresas resultan cada vez más abarcativas. Caben aquí referencias a informes de sustentabilidad, balance social, códigos de gobernanza, como también a las iniciativas respecto de reportes integrados de gestión como las señaladas en trabajos como los de Eccles (2011), DiPiazza Jr. (2002), y Allen, Carletti y Marquez (2009). Entre los sistemas de información internos o de gestión, el empleo de tableros de comando y control (balanced scorecards, dashboards, cockpits), también apuntan a guiar la acción de la gerencia contemplando los efectos sobre los distintos grupos de interés, en el entendimiento de que tal guía contribuye a la creación de valor de largo plazo, dando sustento o mostrando la falta de justificación respecto de las estimaciones de flujos de fondos más distantes. Lo indicado no es soporte ni resulta contrario a la teoría de los stakeholders, ni a la postura llamada de la primacía de los shareholders.

En lugar de confrontar las posturas centradas en el interés de los stakeholders y las focalizadas en los shareholders, pareciera provechoso desplazar el centro de atención y de la investigación hacia a las causas de falta de eficiencia de mercado, o en las posibilidades existentes de ignorar u ocultar las consecuencias plenas e intertemporales de las decisiones que se toman en la empresa. La práctica de ocultar, engañar, o abusar de posiciones de dominación de un grupo sobre otros, no es inherente a ninguna de las posturas. Tampoco la prevalencia de una u otra ha demostrado ser solución o paliativo efectivo a los problemas señalados.

#### **4.2 ¿Debe ser permanente el objetivo empresarial?**

El objetivo empresarial tal como fue definido puede ser cuestionado e indagado en aspectos referidos a su estabilidad, su permanencia o si el mismo requiere modificaciones ante cambios en el contexto. Ello se debe a que las organizaciones se desarrollan en ambientes caracterizados por la complejidad, la incertidumbre, la volatilidad y la ambigüedad. Las organizaciones poseen una alta complejidad al ser constituidas por seres humanos, y tienen un dinamismo propio de acuerdo a su accionar y en su determinación evolutiva al

inmiscuirse en ambientes de incertidumbre que marca el mundo actual. Este contexto presenta industrias con fronteras más inestables, fuertes cambios tecnológicos, acceso a información parcializada, y efectos producidos tanto por la globalización como por la desregulación de ciertas actividades que ayudan a delinear un nuevo campo de juego con diferentes reglas.

Los ambientes cambiantes del contexto hacen que el desarrollo de nuevos productos, nuevos negocios y nuevas tecnologías imperantes determinen ciclos de vida más cortos de los mismos, con una velocidad y necesidad de adaptación mucho mayor por parte de las organizaciones como así también de sus niveles gerenciales. Pavesi (2002) señala que el administrador tiene que interpretar la realidad económica, social, cultural y política para afrontar la complejidad de los problemas organizacionales, por eso debe tener una vasta cultura y su formación debe incluir una descripción del mundo, su comportamiento y su historia. Por otra parte, los responsables de las gerencias de determinadas industrias tratan de igualar las ventajas competitivas de nuevos rivales globales que aparecen en el mercado, aunque la evaluación de ventajas tácticas de competidores actuales no permite vislumbrar la inventiva y fuerza de competidores potenciales (Hamel y Prahalad, 1998). La creatividad, el aprendizaje organizacional y la innovación permanente son parámetros a seguir muy de cerca, principalmente en ciertos sectores de la economía que son altamente dinámicos por naturaleza.

Relacionado a la innovación, está la denominada destrucción creativa, ideada por el sociólogo W.Sombart y popularizada en economía por Schumpeter (1942), donde se desarrolla el proceso de innovación que tiene lugar en una economía de mercado en el que los nuevos productos destruyen viejas empresas y modelos de negocio que funcionaban hasta ese momento. Para Schumpeter, la generación de innovaciones de los distintos emprendedores son la fuerza que hay detrás de un crecimiento económico sostenido en el largo plazo, a pesar que pueden destruir en su implementación el valor de compañías bien establecidas. Toda esta teoría, choca con dificultades organizacionales como la que mencionan Hamel y Prahalad (1998) donde señalan que la innovación es una actividad aislada, y que su crecimiento depende más de la capacidad inventiva individual y de pequeños equipos, que de la habilidad gerencial de coordinar varios equipos en pos de un propósito estratégico. Como caso de éxito paradigmático se puede mencionar a la zona de Silicon Valley en Estados Unidos de América, donde se han desarrollado industrias de alta tecnología y con mucha innovación, o como lo sucedido en Corea del Sur o el caso de Israel donde el Estado fomenta y resguarda un ambiente propicio.

En contraste a la planificación estratégica, aparece el denominado propósito estratégico que exponen Hamel y Prahalad (1998) que incluye un proceso activo de administración,



que abarca concentrar la atención de la organización en la esencia de ganar; motivar al personal comunicando el valor de la meta planteada; dejar espacio para aportes y contribuciones individuales y de equipos; sostener con entusiasmo las nuevas definiciones operativas cuando cambian las circunstancias; y usar el propósito en forma consecuente para guiar las asignaciones de recursos. El propósito estratégico mantiene cierta estabilidad en el corto plazo, dejando espacio para reinterpretaciones cuando surgen nuevas oportunidades. Este enfoque, expresa una meta que merece compromiso por parte del personal y que a su vez le sea motivador, por lo que no dejan explícito el mensaje de generar riqueza para los accionistas, sino otro que indirectamente lo lleve a tal fin.

Todo lo descrito precedentemente, generalmente conlleva a cambios en las metas y cursos de acción planteados originalmente (medios), para avanzar hacia el objetivo integrador (fin) de maximizar el valor de largo plazo del capital propio. Se admite así la necesidad de cambiar, de adaptar, de recalcularse tanto la manera de acercarse al objetivo (selección de medios) como las métricas para evaluar performance en tal sentido. Ello sin necesidad alguna de cambiar el objetivo empresarial, que no se altera por limitaciones o restricciones de contexto. Recordemos que el concepto de maximización que incluye la definición tradicional, en un sentido estricto se debe a una búsqueda permanente de un valor, buscando su óptimo posible en un entorno incierto, con asimetrías de información y de múltiples variables competitivas entre sí, es decir es un horizonte que siempre se está persiguiendo (Alonso, 2000).

Como síntesis, el análisis realizado sostiene el postulado de un objetivo empresarial que es permanente, como la estrella polar de la gestión del negocio, recordándoles, en medio de la vorágine que define el contexto en el cual operan, cual es norte de la firma. En cambio, sí se puede cambiar, mejorar o adaptar, ante distintas circunstancias coyunturales, las estrategias, los cursos de acción, los objetivos de cortos plazo y las metas. Pero siempre respetando la orientación y convergencia hacia el objetivo organizacional rector.

#### **4.3 La cuestión de la propiedad privada y los derechos de los reclamantes**

El objetivo empresarial que orienta la gestión hacia la maximización del valor del capital propio, puede verse como lógico y adecuado en términos de la defensa del derecho de propiedad. En este sentido, el capital propio refiere al capital propietario, al dueño de la empresa. En tanto dueño de la empresa, el accionista dispone de la misma para su beneficio, y cualquier pretensión en contra de esta voluntad, puede entenderse como agrediendo su derecho de propiedad. Al delegar en los gerentes la gestión de la empresa, es lógico que estos actúen en resguardo de quien le encomendó la misma, en cumplimiento de sus deberes fiduciarios.

En sentido contrario, hay posturas que desafían la concepción de que los accionistas son los propietarios de la empresa. La empresa en tanto creación legal, cuya personería es otorgada por el Estado, es “dueña de sí misma”. Los accionistas son dueños de acciones, de derechos limitados que han adquirido contratando con la empresa, pero no por esto propietarios de la misma. Para L. A. Stout, por ejemplo, la idea de que los accionistas son propietarios de la empresa es un supuesto equivocado, como también lo es el hecho de que son beneficiarios residuales. Dice Stout: “los accionistas no difieren de los bonistas, proveedores y empleados. Todos ellos han contratado con el ente empresa. Ninguno es “dueño” de la misma”. (2012, págs. 575-82).

Interesa señalar en el presente análisis que los accionistas eligen a sus representantes en la dirección de la empresa, con la expectativa que su accionar los beneficie. Resulta difícil imaginar que este beneficio, sobre todo en el ámbito de la empresa de capital abierto, no refiera directamente al incremento en el valor de su inversión. Asimismo, el resultado generado una vez cumplidas las obligaciones de la empresa con los otros grupos reclamantes, está disponible para ser entregado a los accionistas o reinvertido. En este último caso, la dirección de la empresa debe explicar porqué la reinversión es conveniente a la luz de cómo tal decisión afecta el valor de la inversión de los accionistas. Los accionistas asumen más que los demás grupos reclamantes el riesgo de la gestión, y la reinversión de los resultados disponibles para ellos debe justificarse en términos de cómo afecta su situación (el valor de largo plazo de la inversión que realizaron).

Definir el objetivo empresarial en términos del valor de la inversión del accionista es la mejor alternativa para que la gerencia pueda explicar y medir el resultado de sus decisiones y acciones, a la luz de los derechos que tienen aquellos que los han designado para gestionar la empresa, más allá de que se los reconozca o no como propietarios. Como síntesis, los derechos que asisten a quienes adquieren acciones tienen cualidades de residuales en tanto los correspondientes a los demás reclamantes deben ser satisfechos previo a cualquier reparto de beneficios o ante la eventual liquidación de la empresa. La dirección de la empresa hacia la maximización del valor de largo plazo del capital propio resulta la mejor manera de proteger los derechos de los distintos grupos. Los abusos que pueden presentarse como “prueba en contrario” resultan de violaciones al deber fiduciario de los gerentes y contrario al objetivo empresarial, y no resultantes de una perversa definición de este último.

La posibilidad de que directores o gerentes decidan en contra de los intereses de los accionistas haciendo uso legal de las facultades delegadas en ellos, es señalada como prueba de que la ley no obliga a los gerentes a decidir en términos del interés del capital propio, no resulta prueba de que debe modificarse la definición de objetivo empresarial.

Tales situaciones representan, en cambio, oportunas advertencias respecto de la necesidad de una estructura de gobernanza que sea lo más eficaz y eficiente posible para mitigar efectos negativos de relaciones de agencia. Los accionistas elijen sus gerentes, y si estos no satisfacen sus expectativas, pueden removerlos. Parece razonable que la creación de valor de largo plazo se considere la mejor manera de medir la performance de la gerencia. La explicación de las fuentes de tal valor debe incluir indicadores y medidas relacionadas con la satisfacción de los distintos grupos reclamantes, ya que esta resulta condición sine qua non para la creación de valor de largo plazo. La producción y divulgación de información al mercado por parte de la gerencia debería mostrar cuales son los cimientos de generación de valor de largo plazo, en lugar de enfocarse en la utilidad por acción del próximo balance trimestral. Resaltamos aquí que el énfasis en el corto plazo no es resultado de la definición de objetivo empresarial en términos del valor del capital propio; de hecho, es por definición una práctica contraria a la generación de valor sostenible postulada en el objetivo.

Nuevamente, corresponde evaluar si la teoría de los stakeholders genera una definición de objetivo empresarial que resulte en una mejor protección de los derechos de los distintos reclamantes, en el largo plazo. Una definición de objetivo de la gestión desde esta visión podría entenderse como la maximización del valor de los derechos de todos los reclamantes de la empresa. Tal postulado se desecha rápidamente por inútil a los efectos de servir de guía práctica para la gestión; no resulta posible operacionalizar tal objetivo dadas las relaciones de compromiso entre las ecuaciones de valor o funciones de utilidad de los diferentes grupos.

Una visión también consistente con la orientación de la gestión hacia los stakeholders sería definir el objetivo empresarial en términos de balancear los intereses de los distintos stakeholders, o custodiar los intereses de los distintos grupos reclamantes. Esta alternativa resulta incompleta como objetivo, por la ambigüedad o imprecisión de los términos “balancear” o “custodiar”. Por ejemplo, ¿es balancear sinónimo de tratamiento igualitario?, ¿custodiar refiere a proteger de abusos de otro grupo o subgrupo de reclamantes?, ¿cuáles son los grupos o subgrupos a considerar?

Además, queda preguntarse hasta qué punto es el ámbito de la gestión empresarial resolver problemas de desigualdad, o inadecuada protección de los intereses o derechos de los diferentes grupos reclamantes. Una posible respuesta surge evidente de lo que se ha comentado hasta aquí: la gerencia se ocupara de custodiar intereses y corregir situaciones de desigualdades entre grupos o subgrupos de reclamantes en tanto tales cuestiones afectan el valor de largo plazo del capital propio.

La cuestión de hasta qué punto debe regularse la empresa en tanto persona creada por el Estado, y por lo tanto obligada a respetar intereses de la sociedad y no solo de sus

accionistas, queda fuera del alcance del presente trabajo. Sin embargo, corresponde aclarar que la regulación y el control del funcionamiento de las empresas no resultan contrarios a la definición de objetivo empresarial en términos del valor del capital propio. Como admiten Hansmann y Kraakman (2000), en su análisis entre la visión de los stakeholders y la de la primacía del interés de los shareholders, las empresas “deben ser reguladas cuando ello resulta en beneficio del interés público” (p. 10)

#### **4.4 El objetivo empresarial en la práctica de la gestión**

Más allá de visiones encontradas que aun compiten en las arenas del debate académico, y al margen de la falta de una posición que haya logrado imponerse de manera definitiva, la práctica de la gestión no espera que se declare un ganador, y actúa día a día estableciendo objetivos y tomando decisiones en pos de los mismos. El planteo entonces es: ¿Cómo definen objetivos los directivos de las empresas? ¿Se han impuesto en la práctica postulados diferentes al objetivo maximizador del valor de largo plazo del capital propio?

Los aportes de las visiones centradas en los stakeholders y las derivadas de las teorías del comportamiento, no resultan hoy novedad. Los mismos forman parte de la literatura empleada en las escuelas de negocios y toman forma en demandas concretas que deben enfrentar los gerentes. Más aun, casos como las debacles de Enron o WorldCom, han sido interpretadas en ciertos ámbitos como resultado de la gestión focalizada en maximizar la riqueza del accionista (o en nombre de tal accionar). En tal contexto, podría esperarse que la práctica de la gestión adopte una definición de objetivo distinta, aggiornada en la incorporación en su defunción de elementos que refieran a múltiples intereses.

Si bien no pareciera detectarse una creciente adopción de una definición nueva, superadora de una "limitada" a medir el éxito en términos valor del capital propio, se aprecia nítidamente el creciente empleo de medidas complementarias, que expliquen y midan performance en términos de los pilares o “drivers” que sostienen el valor de largo plazo de la empresa. La atención al cuidado y desarrollo de relaciones con distintos reclamantes, a la generación de capacidades (competences), como también a los niveles de eficiencia y productividad de corto y largo plazo, se manifiesta en la información interna y externa que producen y divulgan las empresas. Aun así, el objetivo empresarial como síntesis, como medida integradora de performance en múltiples ámbitos, involucrando complejas relaciones en tensión, sigue siendo generalmente establecido en términos de generación de valor sostenible para el capital propio. Pareciera sin embargo, que aún no se enfatiza lo suficiente en los drivers de largo plazo, posiblemente porque la estructura de incentivos para la gerencia mantiene un sesgo hacia el cuidado de métricas de performance de corto plazo.

La persistencia de una excesiva ponderación de métricas de corto plazo en la evaluación

de gerentes y directores, lleva una vez más la atención sobre la forma en la que el mercado presiona o condiciona la gestión, reclamando cada trimestre pruebas o evidencias de generación de valor. Como ya ha sido resaltado en el presente, la eficiencia del mercado y el proceso de generación de precios de activos financieros, deben ser evaluados de manera realista, matizando el peso relativo que se otorga al precio de mercado como base de incentivos para los ejecutivos. La creciente atención por parte del mercado a reportes o memorias de sustentabilidad, códigos de gobernanza, y reportes integrados de gestión, evidencia un movimiento que tiende a mejorar la eficiencia informativa del mercado, lo que sin duda ayuda a preservar al mercado como un árbitro necesario, externo y objetivo de la performance de la empresa. Asimismo, estos desarrollos son consistentes con una visión complementaria entre el objetivo único expresado como la búsqueda del mayor valor de largo plazo del capital propio, y los reclamos de atención a la situación de largo plazo de los reclamantes legítimos de la empresa.

Si bien no se detecta el empleo de una nueva definición superadora de objetivo empresario, tampoco se observan en la práctica conductas que evidencien irrelevancia o desinterés por los postulados de las teorías críticas. No parece, por ejemplo, darse sustento desde la práctica de la gestión a una posible adopción generalizada de la teoría de los stakeholders como una herramienta para la justificación del comportamiento oportunista de los gerentes, preocupación que manifestaran, entre otros, Jensen (2003) y Sternberg (1999).

No hay consenso ni verificación práctica que defina para uno u otro lado la cuestión de como definir el objetivo empresario, y si este debe ser único y contener explícita referencia a los distintos stakeholders. Aun en la ambigüedad, como manifestara Pavesi:

El Administrador debe producir hechos permanentemente y para ello recurrirá a las técnicas respaldadas suficientemente por las ciencias correspondientes. Pero si ellas no fuesen suficientes, el Administrador saldrá del paso de cualquier modo, recurriendo también a metáforas –como sostienen algunos teóricos de la organización en cuanto se refiere a sus propias teorías– o inventando teorías que deberían ser analizadas y convalidadas por la investigación científica. (Pavesi, 2002, p. 71).

El administrador, en términos del debate sobre el objetivo empresario, parece estar saliendo del paso tomando lo que le sirve; esto es, una definición simplificadora (O'Toole, 1993, p. 5), única, y un sistema de información estratégica que involucra la medición y preocupación por la sustentabilidad de las estrategias que adoptan. Dicho esto, predeciblemente orientaran sin dudar su comportamiento en función de la estructura de incentivos monetarios que se les aplica, la que en términos generales aun mide las contribuciones poniendo demasiado peso en indicadores financieros y variaciones de precios de corto plazo.

## 5. Conclusiones

El presente trabajo analiza la definición del objetivo empresarial, empleando postulados y dimensiones de análisis alejados de los supuestos del modelo neoclásico. Más precisamente, revisa la vigencia del principio maximizador del valor de largo plazo del capital propio, cuando se incorporan los aportes de teorías que han mostrado explicar de mejor forma la conducta individual y organizacional.

Es pertinente revisar los efectos del empleo de tal definición cuando se reconoce que la gestión de empresas se desarrolla en ámbitos de mercados ineficientes, involucrando la interacción de individuos que deciden en condiciones de racionalidad limitada, influenciados por aspectos culturales, sociales, y cognitivos y a su vez condicionados por particulares relaciones de poder y situaciones de desigualdad.

La llamada teoría de los stakeholders cuestiona el empleo de definiciones de objetivo empresarial en términos del interés de un solo grupo de reclamantes. Sin embargo, la búsqueda de generación de valor de largo plazo para los accionistas, supone necesariamente la atención a los intereses del resto de los reclamantes legítimos de la organización. En contexto de mercados ineficientes, pueden generarse valor de corto plazo ocultando o transfiriendo costos entre grupos de interés. Ello no supone una deficiencia en la definición del objetivo empresarial, sino una alerta que lleva a actuar en los sistemas de reporte interno y externo de las empresas, generando mediciones de intangibles y divulgando externalidades que genera la acción de la empresa sobre los distintos reclamantes. También, a la generación de políticas públicas que regulen o limiten las transferencias de costos entre grupos de interés, y que generen contextos de mayor competencia e igualdad de oportunidades para las empresas.

Cuando se definen las condiciones en la implementación de un programa de opciones, como mecanismo de alineación de los intereses de los gerentes con los de los accionistas, debe tenerse claro el objetivo perseguido, aceptar que el valor de mercado sigue siendo una referencia insoslayable (no la única), pero sin perder de vista, que el valor a maximizar es el del inversor de largo plazo, para lo cual se debe tener en cuenta dos aspectos fundamentales: el período de retención obligatoria y el precio de ejercicio de las opciones, que para ser consistente con el objetivo empresarial, debiera ser ajustado por la tasa de costo de capital.

A diferencia de los directores generales, los ejecutivos de las unidades de negocios deberían ser recompensados por logros que generen un valor superior de largo plazo, mediante el desarrollo de medidas de valor que incorporen las consecuencias a largo plazo de las actividades actuales de las unidades de negocios.

Inseparable de la definición de objetivo empresarial, es la necesidad de medir la contribución al mismo de las distintas decisiones, en términos de dirección y velocidad o grado de avance. Esta dimensión de medición de méritos relativos de distintos cursos de acción, involucra consideraciones relacionadas con la ética, los valores y la cultura. El comportamiento abusivo u oportunista podría verse exacerbado en empresas orientadas hacia el objetivo maximizador del valor del capital propio. Sin embargo, esta asociación se debilita cuando se pone énfasis en el requisito de generar valor de largo plazo. La conducta abusadora, contraria a la ética y los valores de la sociedad, provienen más bien de apartamientos del objetivo, o en mediciones de performance deficientes, que publicitan avances hacia el objetivo cuando en realidad se destruye valor de largo plazo. La relativa ineficiencia de los mercados debe reconocerse para echar luz sobre este problema, identificando reales causas de los fenómenos que se pretenden evitar. En ello, la gerencia debe explicitar como crea valor, complementando su reporte financiero con elemento de reportes integrados, que revelen como se consideran los intereses de los reclamantes legítimos de la empresa, sin cuya contribución es impensable la generación de valor sostenible.

En la práctica de la gestión, y aún vigente el debate sobre cómo definir el objetivo empresarial, la aceptación generalizada de los aportes de las teorías de los stakeholders no parece haber producido una versión superadora de objetivo empresarial, que se imponga en la práctica de la gestión. Más allá de las distintas estrategias para competir y generar valor, la medida de mérito relativo, la vara con la que se mide la gestión en la práctica, se expresa en términos de contribuciones al valor sostenible del capital propio.

## 6. Bibliografía

- Allen, F., Carletti, E., & Marquez, R. (2009): *Stakeholder capitalism, corporate governance and firm value*.
- Alonso, A. H. (2000): *Dirección Financiera*. Universidad Nacional de Quilmes.
- Alonso Bafico H., Quiroga E. y Salvatierra J. M. (2015): "Modelos de comportamiento como marco de análisis del objetivo empresarial". *Revista Ciencias Administrativas – FCE – UNLP, año 3, n° 6, p. 69-81*.
- Bratton, W. W., y Wachter, M. L. (2008): *Shareholder Primacy's Corporatist Origins: Adolf Berle and The Modern Corporation*. J. Corp. L., 34, 99.
- Brealey R, Myers, S. y Allen (2015): *Principios de Finanzas Corporativas*. México: Mc Graw-Hill.
- Brigham, E. y Ehrhardt, M. (2007): *Finanzas Corporativas*. Segunda Edición. Cengage Learning. México.

- Brigham, E. F. y Houston, Joel F. (2005): *Fundamentos de Administración Financiera*. México: Décima Edición. Ed. Thomson.
- Coase, R. H. (1937): The nature of the firm. *Economica*, 4(16), 386-405. Donaldson, T., & Preston, L. E.
- Damodaran, A. (2014): *Applied Corporate Finance: A User's Manual*. Cuarta Edición. John Wiley and Sons. USA.
- Damodaran, A. (2001): *Corporate Finance. Theory and Practice*. Segunda Edición. John Wiley and Sons. USA.
- Di Piazza Jr, S. A., & Eccles, R. G. (2002): *Building public trust: The future of corporate reporting*. John Wiley & Sons.
- Donaldson, T., & Preston, L. E. (1995): The stakeholder theory of the corporation: Concepts, evidence, and implications. *Academy of management Review*, 20(1), 65-91.
- Eccles, R. G., & Saltzman, D. (2011): Achieving sustainability through integrated reporting. *Stanf Soc Innov Rev Summer*, 56-61.
- Etzioni, A. (1959): Authority structure and organizational effectiveness. *Administrative Science Quarterly*, 43-67.
- Hansmann, H., y Kraakman, R. (2000): End of History for Corporate Law, *The. Geo. LJ*, 89, 439.
- Hamel, G. y Prahalad, C. (1998): *El propósito estratégico en Bower, J. Oficio y arte de la gerencia*. Buenos Aires, Granica. Tomo I, pp. 91 a 116.
- Jensen, M. C. (2002): Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Business ethics quarterly*, 235-256.
- Jensen, M. C. (2003): Paying people to lie: The truth about the budgeting process. *European Financial Management*, 9(3), 379-406.
- Kaplan, R. S y Norton D. P. (2000): *Cuadro de Mando Integral. The Balanced Scorecard*. Barcelona, Ediciones Gestión 2000.
- Kaplan, R. S y Norton D. P. (2001): *Cómo utilizar el Cuadro de Mando Integral. Para implantar y gestionar su estrategia*. Barcelona, Ediciones Gestión 2000.
- Keay, A. (2007). Tackling the issue of the corporate objective: an analysis of the United Kingdom's enlightened shareholder value approach. *Sydney L. Rev.*, 29, 577.
- Marcus, L. P. (2016): "What's Wrong With Executive Compensation?" Project Syndicate. Fecha: 16 de mayo de 2016. <https://www.project-syndicate.org/commentary/questions-executive-pay-packages-by-lucy-p--marcus-2016-05>
- O'Toole, J. (1993): *The executive's compass: Business and the good society*. Oxford University Press.
- Pascale, Ricardo (2012): *Decisiones Financieras*. 6ta. Edición. Buenos Aires: Pearson.



- Pavesi, P. (2002): "Administración, teorías y metáforas". *Energieia*, 1(1), 71-88.
- Rappaport, A. (2006): *La creación de valor para el accionista*. Buenos Aires, Deusto.
- Ross, Westerfield, Jaffe. (2012): *Finanzas Corporativas*. México: McGraw Hill. Novena Edición.
- Schumpeter, J. A. (1942): *Socialism, capitalism and democracy*. Harper and Brothers.
- Simon, H. A. (1964): "On the concept of organizational goal". *Administrative Science Quarterly*, 1-22.
- Simon, H. A. (1972): Theories of bounded rationality. *Decision and organization*, 1, 161-176.
- Simon, H. A. (1976): *Administrative behavior: A study of decision-making processes in administrative organization*.
- Sternberg, E. (1999): The stakeholder concept: a mistaken doctrine. *Foundation for Business Responsibilities, Issue Paper*, (4).
- Stout, L. A. (2012): *The shareholder value myth: How putting shareholders first harms investors, corporations, and the public*. Berrett-Koehler Publishers
- Williamson Oliver, E. (1985): *The economic institutions of capitalism*. New York, The Free Press.