
Más allá de los rendimientos financieros: ¿qué falta en los esquemas retributivos para ejecutivos?

Pascual BERRONE¹
IESE Business School
University of Navarra
Department of General Management

Luis R. GÓMEZ-MEJÍA²
Arizona State University
Department of Management

Abstract: This article offers a theoretical perspective that draws on stakeholder theory as an alternative framework to the neoclassical model to analyze executive compensation schemes. We compare the traditional approach to our framework and present a set of proposition which suggest that executive compensation schemes should be designed in such a way that include not only financial goals but also additional criteria linked to the interests of different stakeholders so firms can evolve sustainably. We discuss aspects such as perverse incentives, the risk of maximizing a single criterion to reward executives, and the benefits of multiple goals to assess managerial performance. We also analyze the role of boards of directors as monitors on social issues, the importance of clear and explicit pay policies, and the relevance of contextual factors when studying the link between social performance and executive compensation. The article concludes with practical and empirical implications derived from our framework.

Key words: Corporate Governance, Corporate Social Responsibility, Executive Compensation, Stakeholder Theory.

JEL Classification: G34, M14, M52.

Title: Beyond financial performance: is there something missing in executive compensation schemes?

Resumen: Este artículo ofrece una perspectiva basada en la teoría de *stakeholders* como un marco alternativo al modelo neoclásico para analizar los esquemas retributivos a directivos.

1 IESE Business School
University of Navarra. Department of General Management. Camino del Cerro del Águila, 3, 28023 Madrid. Spain
(34) 91-2113000 (phone). PBerrone@iese.edu

* Autor para la correspondencia

2 Arizona State University
Department of Management. Main Campus, PO Box 874006. Tempe, AZ 85287-4006.
Tel: (480) 965-8221 - Fax: (480) 965-8314 - e-mail: luis.gomez-mejia@asu.edu

Comparamos la visión tradicional con nuestro marco teórico y presentamos un conjunto de proposiciones que sugieren que para que las empresas logren desarrollarse sosteniblemente, éstas deben diseñar los sistemas de retribuciones a directivos de manera tal que incluyan no sólo objetivos financieros sino también criterios vinculados con los intereses de los distintos grupos que forman parte de la empresa. Discutimos aspectos tales como incentivos perversos, el riesgo de maximizar un único criterio cuando se compensa al directivo y los beneficios de considerar objetivos múltiples cuando se evalúa el desempeño del directivo. También analizamos la función del consejo de administración como órgano de vigilancia en temas sociales, la importancia de políticas retributivas claras y explícitas, y la relevancia de los factores contextuales cuando se estudia los vínculos entre objetivos sociales y la retribución a directivos. El artículo concluye con las implicaciones prácticas y empíricas de nuestro marco teórico.

Palabras clave: Gobierno Corporativo, Responsabilidad Social, Retribución de Directivos, Teoría de *Stakeholder*.

Código JEL: G34, M14, M52.

1. INTRODUCCIÓN

La retribución del personal directivo ha alcanzado niveles exorbitantes en países desarrollados, provocando un intenso debate en la opinión pública sobre su adecuación y numerosos trabajos académicos han cuestionado la efectividad de estos sistemas retributivos. Consejos de administración y ejecutivos por igual han sido criticados por aumentar la retribución del personal directivo varias veces más que el aumento sufrido en el salario de un empleado promedio y muy por encima del crecimiento real de las empresas. Estas críticas se han intensificado recientemente debido a los notorios escándalos corporativos consecuencia de las prácticas contables fraudulentas de empresas como Enron, Worldcom, Arthur Andersen, Tyco International, y Adelphia. Esta debacle empresarial ha afectado a inversores y accionistas - las pérdidas estimadas en el plan de pensiones norteamericano 401 (k) alcanzan los US\$ 7 trillones (Siebert, 2002) - pero además a tenido un importante coste social: Los asalariados de estas empresas cuya pensión estaba ligada al plan 401 (k) no solo perdieron todo o casi todo su plan de retiro sino que además perdieron sus trabajos y fuentes de ingresos, afectando la calidad de vida de miles de familias. Esta situación ha llevado a muchos investigadores a poner en duda la eficacia de la retribución de los directivos y lanzado a la palestra temas vinculados con la ética corporativa y la responsabilidad social de la empresa en el contexto de la retribución a ejecutivos.

A pesar de los numerosos estudios académicos dedicados a la retribución de los directivos, poco se sabe sobre el vínculo entre la responsabilidad social de la empresa y el pago a ejecutivos. Sin embargo, los escándalos corporativos mencionados anteriormente sugieren la necesidad de replantearse las actuales las prácticas de gobierno corporativo y consecuentemente se requiere un análisis en profundidad del tema.

Este artículo ofrece una perspectiva basada en la teoría de *stakeholders* (o grupos de interés) como un marco alternativo al modelo neoclásico. Bajo esta perspectiva alternativa, proponemos que para que las empresas logren desarrollarse sosteniblemente, éstas deben diseñar los sistemas de retribuciones a directivos de manera tal que incluyan no sólo objetivos financieros sino también criterios vinculados con los intereses de los distintos grupos que forman parte de la empresa.

El resto del artículo se organiza de la siguiente manera. Primero, presentamos argumentos que sostienen que el énfasis de incentivos atados exclusivamente a medidas financieras puede traer consigo consecuencias negativas a la empresa. Posteriormente, analizamos los fundamentos básicos de la teoría de *stakeholders* y luego de revisar algunos estudios empíricos, presentamos proposiciones entorno al vínculo entre la retribución a directivos y la responsabilidad social de la empresa. Finalmente, concluimos el artículo con una discusión de las principales ideas de este estudio, sus limitaciones y líneas a seguir en investigaciones futuras.

2. EL ENFOQUE TRADICIONAL DEL OBJETIVO CORPORATIVO Y LA RETRIBUCION DEL DIRECTIVO

Desde sus comienzos, el resultado financiero de la empresa ha sido el criterio fundamental y exclusivo vinculado con la retribución de los directivos. Una posible explicación de esta realidad se encuentra en que la mayoría de los estudios sobre pagos a ejecutivos está basada en la economía de tradición neoclásica. Específicamente, la teoría de la agencia (Fama, 1980; Jensen & Meckling, 1976) ha sido utilizada como marco dominante en el estudio de la retribución a directivos. El esquema básico de la teoría de la agencia supone que el principal (accionistas), quien tiene como objetivo prioritario la maximización del valor de la empresa, delega la tarea de conducción de la empresa en el agente (directivo), quien se asume racional, individualista, y adverso al riesgo y al esfuerzo y, por lo tanto, sus objetivos pueden estar en contra de los intereses del principal. Como resultado, el principal diseña contratos de retribuciones para reducir las posibles conductas oportunistas del agente.

Los supuestos de la teoría de la agencia se ajustan convenientemente a la estructura de las empresas en países desarrollados, en particular, aquellas de origen angloamericano, que están caracterizadas por una estructura de propiedad dispersa y por lo tanto existe una separación entre la propiedad de la compañía y el control de la misma (Berle & Means, 1932). Debido a que los inversores confían en los equipos directivos para tomar decisiones estratégicas de la empresa, ellos necesitan disuadir a los directivos de perseguir objetivos individualistas a expensas de los intereses de los accionistas. La teoría de la agencia prescribe el diseño de programas de incentivos que resulten en pagos pecuniarios vinculados al logro de objetivos financieros. De esta manera se crea un destino común entre directivos y accionistas ya que se alinean los objetivos de ambos.

La lógica descrita en los párrafos anteriores se ha materializado en prácticas retributivas tales como el otorgamiento de opciones de compra de acciones (comúnmente conocido por su acepción en inglés "stock options"), las cuales han tenido una gran adopción por parte de las empresas. En Estados Unidos, más de un 90% de las empresas incluidas en el índice Fortune 500 han pagan a sus altos ejecutivos con este tipo de incentivos y representa más de la mitad del paquete retributivo (Hymowitz, 2003). Fuera de los Estados Unidos, estos porcentajes son menores pero muestran una tendencia al alza, ya que numerosas empresas están adoptando prácticas de gobierno siguiendo el modelo anglosajón. Por ejemplo, algunos estudios muestran que aproximadamente un 60% de las 100 empresas españolas más importantes ofrecen planes de opción de compra de acciones a sus altos directivos (Gómez-Mejía & Sanchez-Marin, 2006).

Bajo la perspectiva económica neoclásica, el objetivo corporativo es única y exclusivamente maximizar el valor para los accionistas. Sin embargo, el rol social de la empresa es, accidental o intencionadamente, ignorado. En el mejor de los casos, es mencionado tangencialmente pero siempre

bajo la perspectiva de la maximización de beneficios económicos. El premio Nobel en economía Milton Friedman (1970) es el mejor ejemplo de esta aseveración, siendo categórico sobre la función social de la empresa: "existe una y solamente una responsabilidad social de los negocios - usar sus recursos e dedicarse a actividades diseñadas para aumentar los beneficios"³ (Friedman, 1970).

Dado el objetivo de maximizar el valor de la empresa, cualquier decisión financiera o de inversión que no prometa incrementar el valor de la empresa para los accionistas no es aceptable. Y para asegurar que el objetivo de maximización de beneficios sea alcanzado, los paquetes de retribuciones incluyen criterios financieros que se centran en medidas de rendimientos, sean éstas contables o de mercado. En efecto, Murphy (2000) demuestra empíricamente que los criterios financieros dominan los planes de retribuciones a directivos. Pero estos planes raramente contienen criterios que consideren los intereses de otros grupos de interés (o *stakeholders*), tales como las relaciones con empleados, el comportamiento medioambiental, la diversidad laboral y otros aspectos sociales cuya relación con los resultados financieros puede resultar ambigua⁴.

Sin embargo, estudios recientes han planteado dudas sobre la eficacia de vincular las retribuciones de los directivos de manera exclusiva a los resultados financieros de las empresas, ya que estas prácticas pueden derivar en consecuencias inesperadas debido a que los tenedores de las opciones de compras de las acciones y los dueños de estas acciones pueden tener objetivos contrapuestos (Deyá-Tortella, Gómez-Mejía, De Castro, & Wiseman, 2005). Algunos autores han ido aun más lejos y han señalado explícitamente al enfoque excesivo en los resultados financieros de los sistemas de incentivos como responsable de los escándalos corporativos como los de Enron, Worldcom, and Arthur Andersen en Estados Unidos, y Parmalat, Elf, y ABB en Europa. Por ejemplo, Kochan (2002: 139) sugiere que la causa real de la mala conducta contable de estas empresas es "el énfasis excesivo... que las empresas se han visto obligadas a dar en recientes años a la maximización del valor de las acciones sin tener en cuenta los efectos de sus actos en otros grupos de interés"⁵. Inclusive académicos como Sundaram & Inkpen (2004: 358), quienes defienden fervientemente la maximización del valor de las acciones como objetivo corporativo fundamental, reconocen que "el uso excesivo (y las políticas inadecuadas) de dichos esquemas retributivos ayudaron a fomentar las crisis corporativa de los años 2001 y 2002, y debe ser controlado"⁶. Evidencia empírica reciente parece apoyar esta idea. O'Connor y otros (2006) mostraron que los otorgamientos de stock options a los consejeros delegados estaba asociado con una mayor incidencia de reporte fraudulento cuando (1) el consejero delegado también era presidente del consejo de administración y los directivos no tenían stock options. (2) el consejero delegado no era el presidente pero los directivos tenían stock options.

A la luz de las ideas presentadas en los párrafos previos, surgen ciertas preguntas que merecen ser discutidas. Si la maximización de los beneficios financieros puede traer consecuencias indeseadas, no deberíamos revisar el modelo actual? No deberías centrarnos en objetivos más allá de la maximización económica? No deberíamos examinar si los sistemas de incentivos deben incluir criterios adicionales? Dar respuesta a estas preguntas es el objetivo de este artículo.

3 Traducción del original por los autores: "there is one and only one social responsibility of business-to use its resources and engage in activities designed to increase its profits".

4 Por ejemplo, Berrone y Gomez-Mejia (2006), analizaron mas de 450 empresas en sectores contaminantes por un período de 7 años y mostraron que solamente un 5% de estas empresas tenían objetivos medioambientales explícitos en sus esquemas retributivos.

5 Traducción del original por los autores: "the overemphasis...corporations have been forced to give in recent years to maximizing shareholder value without regard for the effects of their actions on other stakeholders"

6 Traducción del original por los autores: "the excessive use (and inadequate policing) of such compensation schemes helped fuel the corporate crisis of 2001 and 2002, and must be reined in".

3. UN ENFOQUE ALTERNATIVO AL OBJETIVO CORPORATIVO Y LA RETRIBUCION DEL DIRECTIVO

La perspectiva neoclásica y el objetivo de maximización del valor del accionista fue cuestionado por primera vez por Dodd (1932), quien entendía a la empresa como una entidad separada de sus accionista y como tal tenía responsabilidades con todos sus constituyentes por lo que debía actuar a favor de ellos aun cuando ello significase un deterioro del valor de la empresa. El artículo de Dodd fue una respuesta a un trabajo anterior realizado por Berle (1931) quien sugería que las empresas debían usar su poder exclusivamente para maximizar los beneficios de los accionistas.⁷ Más recientemente, el libro de Freeman (1984), *Strategic Management: A Stakeholder Approach*, establece las bases de lo que hoy se conoce como teoría de los *stakeholders*. La tesis de Freeman es que el ejecutivo es responsable de coordinar la constelación de intereses competitivos y cooperativos de los distintos grupos de interés de la empresa o *stakeholders*. Un *stakeholder* se define como "cualquier grupo o individuo que puede afectar o es afectado por el logro de los objetivos corporativos" (1984: 46).⁸ Como consecuencia, los *stakeholders* incluyen no solo a los accionistas sino también a los empleados, los clientes, la comunidad, las agencias gubernamentales y el medioambiente.

Una de las diferencias más claras entre el enfoque neoclásico y la teoría de los *stakeholder* es que ésta última rechaza la idea de la firma con un único objetivo. Usando las palabras de Freeman and McVea (2001):

"La perspectiva de *stakeholder* no depende de un único objetivo prescripto para todas las decisiones de gestión. Como tal, no es rival a la tradición de la maximización de los beneficios de los accionistas. Al contrario, el enfoque de *stakeholders* rechaza la idea de maximizar una función con un único objetivo como una forma útil de pensar sobre la estrategia de gestión. Mejor dicho, la gestión de *stakeholders* es la tarea permanente de balancear e integrar relaciones y objetivos múltiples" (p. 194)⁹

Por lo tanto, la empresa tiene múltiples objetivos además del único propósito de maximizar el valor del accionista y la teoría de *stakeholders* prescribe que ellos deben ser incluidos como parte integral de la estrategia corporativa.

El enfoque de *stakeholders* está íntimamente vinculado con el concepto de responsabilidad social y establece la noción de rendimiento social corporativo (RSC). Las empresas que atienden las necesidades de clientes, empleados, ONGs, gobiernos y otros grupos dentro de la sociedad son consideradas como compañías que se comportan de una manera socialmente responsable y reflejan una orientación más amplia de la empresa. El RSC evalúa la eficacia de los esfuerzos que

7 Esta discusión intelectual es conocida como el debate Berle-Dodd, que fue finalmente concedido a Dodd por Berle in 1954. Para una revision de este debate, ver Weiner, J. L. 1964. The Berle-Dodd dialogue on the concept of the corporation. *Columbia Law Review*, 64: 1458-1483.

8 Traducción del original por los autores: "any group or individual who can affect or is affected by the achievement of the organization's objectives"

9 Traducción del original por los autores: "The stakeholder framework does not rely on a single overriding management objective for all decisions. As such it provides no rival to the traditional aim of 'maximizing shareholder wealth'. To the contrary, a stakeholder approach rejects the very idea of maximizing a single-objective function as a useful way of thinking about management strategy. Rather, stakeholder management is a neverending task of balancing and integrating multiple relationships and multiple objectives".

la empresa hace para desarrollar prácticas de gestión y crear vínculos con distintos *stakeholders*. Las versiones más normativas de la teoría de *stakeholders* (Donalson & Dunfee, 1994; Evan & Freeman, 1983; Philips, 1997; Wicks, Gilbert, & Freeman, 1994) hacen hincapié en estándares morales y éticos, y tiene como tesis central que todos los grupos de interés tienen valor intrínsecamente. Por lo tanto, ningún grupo tiene un interés que predomine sobre los intereses de los otros grupos. Esto implica que RSC es un objetivo en si mismo más allá de las consecuencias que pueda tener para el valor de la empresa. Por otra parte, versiones más instrumentales de la teoría de *stakeholders* (y tal vez más realistas) (Berman, Wicks, Kotha, & Jones, 1999; Donalson & Preston, 1995; Jones, 1995; Jones & Wicks, 1999), no rechazan la idea de obtener rendimientos financieros sino que reconocen que la empresa debe gestionar y servir los intereses de distintos grupos de interés más allá de los accionistas para generar beneficios económicos. Bajo la perspectiva instrumental, RSC es vista como fuente de ventaja competitiva debido a que cuando la empresa satisface las necesidades de una amplia variedad de *stakeholders* aumenta su reputación, fortalece la cooperación y confianza en sus relaciones, accede a mejores recursos, disminuye su exposición al riesgo, y aumenta su legitimidad con la sociedad. Es de esperar que todos estos elementos combinados contribuyan a los resultados económicos de la empresa. (Hillman & Keim, 2001; Waddock & Graves, 1997). En esta perspectiva, el riesgo de desalineación entre las expectativas de los grupos de interés y las acciones de la empresa puede ser resultar fatal ya que puede resultar en obstáculos tales como contratos leoninos, mayor riesgo en los negocios, pérdida de legitimidad social y mayor probabilidad de fracaso. Por ende, el éxito de la empresa y su supervivencia es una consecuencia de su capacidad de establecer y mantener relaciones con su red de *stakeholders* (Clarkson, 1995; Post, Preston, & Sachs, 2002).

Numerosas investigaciones académicas han estudiado si la RSC sirve como un medio para obtener rendimientos financieros, aunque han arrojados resultados mixtos. Sin embargo, aún los más académicos escépticos reconocen que RSC puede tener un impacto positivo aunque indirecto en los beneficios económicos de las empresas, en particular en el largo plazo. A pesar de que la relación entre RSC y los resultados financieros esta abierta a debate, revisiones recientes y meta-análisis indican que esta relación es positiva (Margolis & Walsh, 2003; Orliczky, Schmidt, & Rynes, 2003). Si RSC es una medida mas amplia del resultado global de la empresa y es de esperar que mejore el valor de la empresa en el largo plazo, no debería ser considerada entre los criterios de retribución a directivos? Veamos que nos dice la evidencia.

4 . ESTUDIOS EMPÍRICOS SOBRE LA RELACIÓN ENTRE RSC Y RETRIBUCIÓN A DIRECTIVOS

A pesar de los cientos de artículos sobre retribución de directivos escritos durante las últimas ocho décadas (e.g., Taussig & Baker, 1925), todavía se sabe poco sobre el vínculo entre RSC y el pago a ejecutivos. Esto se debe a que esta área de investigación se ha concentrado de manera casi exclusiva en la relación con los resultados económicos de la empresa (Barkema & Gómez-Mejía, 1998; Gómez-Mejía & Wiseman, 1997). Solo recientemente algunos investigadores han comenzado a estudiar esta relación. Tal vez los primeros autores que analizaron el tema fueron Stanwick y Stanwick (2001), quienes estudiaron la relación entre la reputación medioambiental - una dimensión de RSC medida con el índice de reputación de la revista Fortune - y los salarios de los consejeros delegados de 188 empresas en Estados Unidos para el año 1991. Los autores argumentaron que debido a la diferencia que existe entre los *stakeholders* que se benefician con

una buena reputación medioambiental (la comunidad en su conjunto) y los accionistas quienes evalúan a los consejeros delegados en función de los resultados financieros, era de esperarse una relación negativa. Los resultados de su estudio confirmaron esta relación negativa y significativa y los autores concluyeron que "los consejeros delegados no están motivados para obtener una alta reputación medioambiental" (2001: 180)¹⁰.

De la misma manera, Coombs y Gilley (2005) testaron los efectos de distintas dimensiones de RSC en el salarios, bonos, stock options, y retribución total de consejeros delegados. Los autores utilizaron el marco teórico de *stakeholder* y teoría de la agencia (Hill & Jones, 1992) para argumentar que los consejeros delegados deben ser compensados por la gestión eficiente de las necesidades de accionistas como así también de otros grupos de interés. Los autores analizaron esta relación utilizando el índice de Kinder, Lydenberg, Domini, y Compañía, también conocido como el índice KLD, el cual contiene datos sobre 5 dimensiones de RSC incluyendo rendimientos sobre la comunidad, la diversidad, los empleados, el medioambiente y los productos. El estudio longitudinal cubrió 406 empresas por un período de 7 años y reveló que la mayoría de las dimensiones de RSC tenían un impacto negativo en el salario o nulo en el resto de las formas de retribución. Sin embargo, los autores encontraron que los consejeros delegados que simultáneamente maximizan los resultados medioambientales financieros obtenían mayores salarios y que los consejeros delegados que maximizaban los rendimientos de diversidad y financieros obtenían mayores bonos. Sin embargo, los autores concluyen que en general el consejo de administración tiende a evaluar a los ejecutivos de manera negativa y consecuentemente los consejeros delegados "pagan el precio" por buenas conductas sociales.

McGuire, Dow, y Argheyd (2003) también utilizaron el índice KLD para examinar la relación entre los incentivos de los consejeros delegados y RSC. A diferencia del trabajo de Coombs y Gilley (2005), estos autores utilizaron la retribución como determinante de RSC. Otra diferencia es que McGuire y otros utilizaron dos medidas de RSC: fortalezas y debilidades. Estos investigadores encontraron que distintas formas de incentivos sociales que (medidas como salario, bonos y incentivos de largo plazo) no tenían un impacto significativos en aquellas empresas que adoptaban una conducta social proactiva, pero que altos niveles de salarios e incentivos de largo plazo estaban relacionado con pobres rendimientos sociales.

De la misma manera, Deckop, Merriman, y Gupta (2006) - quienes utilizaron una medida combinada derivada de los datos KLD- encontraron que los incentivos de corto plazo de los consejeros delegados (medido como el ratio entre bonos anuales y retribución total) tenía un impacto negativo en RSC. Sin embargo, los autores también mostraron que los incentivos de largo plazo mejora RSC. Estos resultados son consistentes con aquellos presentados por Berrone y Gómez-Mejía (2006) quienes encontraron que el pago de largo plazo tiene un impacto positivo en la conducta medioambiental futura de la empresa. Adicionalmente, Berrone y Gómez-Mejía analizaron si los consejeros delegados de industrias contaminantes recibían mayores retribuciones cuando exhibían una buena conducta medioambiental. Estos investigadores combinaron la teoría institucional con la teoría de la agencia y argumentaron que, en sectores contaminantes, es de esperar que las empresas vinculen la retribución de sus directivos al rendimiento medioambiental ya que aquellas que se comporten medioambientalmente bien ganan en legitimidad. Al mismo tiempo, esta legitimidad protege a los directivos de la

10 Traducción del original por los autores: "CEOs are encouraged not to have a high environmental reputation."

incertidumbre asociadas a las estrategias medioambientales dado que la relación causa-efecto de estas estrategias es altamente ambigua. Usando datos de 469 empresas de Estados Unidos pertenecientes a industrias contaminantes por un período de siete años, estos investigadores encontraron que el rendimiento medioambiental era un importante determinante de la retribución total de los consejeros delegados, aun después de controlar por medidas financiera (contables y de mercado) como así también otros determinantes clásicos de la retribución.

También utilizando datos de contaminación como medida de RSC y basados en un modelo de congruencia de diseño organizativo, Russo y Harrison (2005) estudiaron los incentivos monetarios para promover rendimiento medioambiental en gerentes de planta y de calidad medioambiental. Este estudio indica que las plantas electrónicas muestran un mejor rendimiento medioambiental si tienen incentivos monetarios explícitamente vinculados con el rendimiento medioambiental, aunque solo para el caso de los gerentes de planta, pero no para los de gestión medioambiental. Los autores especulan con la posibilidad de que este vínculo sea redundante en este caso ya que la tarea principal de estos gestores es minimizar las emisiones contaminantes. Para el caso de los gerentes de planta, sin embargo, este vínculo representa un nuevo incentivo orientado a temas medioambientales.

Desafortunadamente, la evidencia empírica presentada por los estudios mencionados anteriormente no es definitiva ni congruente. Estos estudios son buenos ejemplos que ofrecen nuevas e interesantes visiones para entender las relaciones entre RSC y la retribución a directivos pero son una pequeña gota en el amplio mar de la investigación dedicada al pago de ejecutivos. Todavía se requiere más investigación para entender de manera íntegra los vínculos entre objetivos sociales y los sistemas de incentivos más allá de los resultados financieros. En la siguiente sección, intentamos ofrecer algunas líneas que sirvan de guía en esta dirección.

5. PROPOSICIONES DE INVESTIGACIÓN E IMPLICACIONES PRÁCTICAS

Después de revisar un gran número de estudios, Gómez-Mejía y Balkin (1992) señalan que uno de los mayores peligros en el diseño de los sistema de retribución es maximizar un único criterio ya que es estaría sujeto a la manipulación. Esta idea es congruente con los argumentos propuestos por numerosos autores que sostienen que depender exclusivamente de medidas financieras como único criterio al cual vincular la retribución puede ser la causa de conductas corporativas poco deseadas como el reporte financiero fraudulento, corrupción, evasión impositiva, explotación de trabajadores, y otras formas de oportunismo, malas prácticas y crímenes de "cuello blanco".

Además, los esquemas de pago que solo premian los resultados financieros pueden deteriorar las intenciones de los directivos en iniciar acciones de carácter social ya que el vínculo entre estas acciones y los resultados financieros no es directo y hasta pueden afectar los resultados a corto plazo (Berrone & Gómez-Mejía, 2006).

Como consecuencia, depender exclusivamente de medidas de rendimiento financiero puede llevar a los directivos a evitar estrategias de carácter social y asignar recursos a inversiones más conservadoras. Sin embargo, la teoría de *stakeholders* sugiere que el énfasis exagerado en los beneficios ignorando las demandas de otros grupos de interés puede dañar de manera significativa

el normal funcionamiento de la empresa. Por ejemplo, cuando una compañía adquiere un insumo económicamente rentable pero que daña el medioambiente, pone riesgo el apoyo que sus productos y servicios recibe de clientes, reguladores, ciudadanos, los grupos de opinión pública y otros *stakeholders* de la empresa. Estos argumentos son capturados en nuestra primera proposición:

Proposición 1: *Los esquemas de retribución de directivos que consideran exclusivamente criterios financieros tienden a disuadir a los directivos de emprender acciones de responsabilidad social y puede generar consecuencias indeseables para los grupos de interés de la empresa incluyendo a los accionistas.*

Un corolario de la proposición anterior es que otros criterios, además de los financieros, que consideren los intereses de los distintos *stakeholders* que afectan y son afectados por las acciones de la empresa deberían ser incluidos cuando se diseñan los paquetes de retribuciones. Esto implica la adopción de un enfoque de la gestión de *stakeholders*, el cual se centra en la supervivencia de la empresa a través del balance de intereses de múltiples grupos. Como consecuencias, los criterios que reflejen estos intereses deberían ser incluidos en los sistemas de pagos a directivos.

Desde una perspectiva normativa, la inclusión de RSC como un criterio en los sistemas retributivos es considerada como un deber moral. Desde un punto de vista instrumental, sería vista como una herramienta que estimula el desarrollo de capacidades y la creación de activos intangibles que afectarán positivamente a los resultados económicos de la empresa. Aun en el caso que las iniciativas de responsabilidad social no aumenten los beneficios financieros de la empresa de forma directa, éstas están destinadas a satisfacer las necesidades y requerimientos de los *stakeholders*. Y *stakeholders* satisfechos pueden ayudar, directa o indirectamente, a mejorar el funcionamiento y rendimiento de la empresa. Berrone y otros (en prensa) proponen teóricamente y confirman empíricamente que aquellas empresas con *stakeholders* altamente satisfechos tienen mejores indicadores financieros de largo plazo que aquellas empresas cuyos grupos de interés se encuentran insatisfechos.

A pesar del argumento presentado anteriormente, los directivos de las empresas pueden ser escépticos a adoptar estrategias con contenido social debido a la ambigüedad inherente que involucran estas estrategias. Por lo tanto, las inversiones con contenido social serán mayores cuando indicadores de éstas iniciativas sociales sean consideradas en los sistemas de incentivos de las empresas (Berrone & Gómez-Mejía, 2006). A su vez, es de esperar estas iniciativas sociales se traduzcan en mejores resultados financieros (Hillman & Keim, 2001; Waddock & Graves, 1997). Estos argumentos son la base para nuestra segunda proposición.

Proposición 2: *Los esquemas de retribución de directivos que consideran criterios de responsabilidad social corporativa en combinación con medidas financieras generan crecimiento sustentable para todos los grupos de interés de la empresa incluyendo los accionistas.*

Raramente, los sistemas de incentivos incluyen explícitamente criterios social en los contratos (Berrone & Gómez-Mejía, 2006). Esta realidad es una fuente de incertidumbre para los directivos ya que ellos no saben a ciencia cierta si serán o no compensados en caso de un buen RSC, lo cual es claramente un desincentivo para embarcarse en iniciativas de contenido social. Sin embargo, es de esperar que la empresa emprenda conductas sociales cuando estos criterios son explícitos. En efecto, Russo y Harrison (2005) demostraron que el rendimiento medioambiental de un grupo de plantas eléctricas mejoraba cuando existía un vínculo explícito entre el impacto medioambiental y el salario de los responsables de las plantas.

Adicionalmente, un inconveniente de los criterios sociales es que son difíciles de cuantificar (Deckop et al., 2006; Russo & Harrison, 2005). Por lo tanto, se necesitan incluir criterios que sean cuantificables y estar disponibles de manera constante a través del tiempo. De no ser así, se llevarían a cabo iniciativas sociales de manera aisladas. Al incluir medidas explícitas y cuantificables en los contratos de incentivos (1) se reduce la incertidumbre para el directivo ya que la empresa asume un compromiso con ellos dejándoles saber cuáles son los criterios de rendimiento de la empresa y (2) un enfoque orientado a la gestión de *stakeholders* está garantizado.

Proposición 3: *Criterios sociales explícitos y cuantificables en los contratos de retribución inducen a rendimientos sociales efectivos y estables, aumentando de forma sustentable el valor para todos los grupos de interés de la empresa incluyendo los accionistas.*

Un problema subsidiario puede emerger cuando se incluyen criterios múltiples de RSC en los contratos de retribución. Al igual que ocurre con cualquier medida financiera, los directivos pueden verse tentados a maximizar aquellas medidas de RSC que son más fáciles de alcanzar y manipular estos criterios descuidando otros. Estas acciones pueden ser particularmente severas para el caso de medidas de RSC dado que las "decisiones en el área de rendimiento social corporativo suelen reflejar tanto asimetrías de información como baja programabilidad"¹¹ (Deckop et al., 2006: 331). Para mitigar estos problemas, es necesario que cuerpos de vigilancia, sistemas de información y asistencia profesional estén adecuadamente establecidos para evitar el oportunismo y la manipulación.

Proposición 4: *Mecanismos de monitoreo reducen las oportunidades de manipulación de medidas de rendimientos social y evitan que los directivos realicen actividades simbólicas, reduciendo consecuencias indeseables para los stakeholders incluyendo los accionistas.*

El rol del consejo de administración está altamente vinculado con la proposición anterior. La literatura clásica de gobierno corporativo establece el consejo de administración como uno de los mecanismos principales para la vigilancia de las acciones de los ejecutivos (Fama & Jensen, 1983; Jensen & Meckling, 1976). Generalmente se asume que los miembros de la junta representan los intereses de los accionistas y los protegen contra las posibles conductas individualistas del equipo directivo (Finkelstein & Hambrick, 1996; Jensen, 1993). Nosotros proponemos que la presencia de *stakeholders* (grupos de interés que no son accionistas) en la junta directiva es un medio directo a través del cual la empresa puede (1) evaluar el valor de las iniciativas sociales; (2) monitorear las gestiones sociales de los directivos; (3) salvaguardar los intereses de todos los *stakeholders*. Debido a esto, la inclusión de criterios sociales en los contratos de retribución no solo sería más probable sino también más eficiente dado la función de supervisión de los miembros del consejo de administración.

Proposición 5: *La representación en el consejo de administración y en sus comités de stakeholders no accionistas aumentan el uso de medidas de rendimientos social en la retribución del directivo y su eficacia en promover de forma sustentable valor para todos los stakeholders incluyendo los accionistas.*

Las empresas varían en términos de tamaño, disponibilidad de recursos, estrategia, y mercados. Pero también difieren en términos del ambiente que enfrentan. Cada empresa opera dentro de un contexto particular caracterizado por distintos *stakeholders* que establecen reglas

¹¹ Traducción del original por los autores: "decisions in the area of CSP are likely to reflect both high information asymmetry and low programmability"

idiosincrásicas, sistemas de creencias y prácticas que son consideradas apropiadas. Dado que RSC es un constructo multidimensional (Carroll, 1979), es razonable asumir que las distintas dimensiones de RSC tengan diferente importancia basado en el contexto en el cual opera la empresa. Esta idea fue capturada en el trabajo de Berrone y Gómez-Mejía (2006), quienes analizaron el comportamiento medioambiental como determinante de la retribución de los consejeros delegados de empresa dentro de sectores contaminantes. Desafortunadamente, otros trabajos han ignorado los factores contextuales e institucionales que pueden afectar la relación entre RSC y el pago de directivos (aunque explicaría los resultados mixtos).

Estudios previos en el área de retribución de ejecutivos han enfatizado la importancia de contingencias y factores como decisión, estrategia, y contexto ambiental en el diseño exitosos de los sistemas de remuneración (Barkema & Gómez-Mejía, 1998; Gómez-Mejía & Wiseman, 1997). Siguiendo esta línea de pensamiento, nosotros propones que la empresa que captura las características y demandas más sobresalientes de los *stakeholders* y diseña sus paquetes retributivos de manera acorde, podrá ajustarse más adecuadamente a los requerimientos de su entorno y consecuentemente obtener un mejor rendimiento global. Formalmente,

Proposición 6: *La importancia de las diferentes dimensiones de la responsabilidad social de la empresa es contingente a factores de contextos e institucionales. Las empresas que diseñan sus sistemas de retribuciones considerando estas contingencias mostrarán un mayor rendimiento que aquellas que no lo hacen.*

Un factor de contexto importante es el país donde la empresa opera. Cada país tiene un contexto político, legal, económico, social, cultural e institucional en el cual opera que definen los valores y las normas consideradas relevantes. Investigaciones previas en el área de gestión internacional han estudiado la cultural nacional y sus distintas dimensiones. Por ejemplo, Hofstede (1983; 1997) examinó las dimensiones del individualismo-colectivismo en distintas sociedades. En sociedades individualistas, los vínculos entre los miembros son débiles, las personas solo trabajan por interés propios y tienden a confiar primariamente en ellas mismas. Por otra parte, en países colectivistas las relaciones sociales y vínculos entre individuos son fuertes, la armonía grupal es valorada y las personas están preocupadas por el bienestar del grupo al cual pertenecen. Presumiblemente, RSC - que implica una orientación de gestión amplia y se preocupa por un amplio abanico de *stakeholders* y sus intereses - será más estimada en sociedades colectivistas que en comunidades más individualistas. Dado que estas diferencias nacionales influyan en la forma que los temas sociales son valorados y la importancia que ellos tienen en el gobierno de las empresas y en el proceso de toma de decisiones, nosotros proponemos:

Proposición 7: *Sociedades colectivistas incluyen criterios de rendimiento social corporativo en sus esquemas retributivos con mayor intensidad y con un mayor impacto en el valor sustentable de la empresa que en sociedades individualistas.*

Sin embargo, muchas empresas operan en contextos multinacionales. Esto permite a los ejecutivos actuar oportunísticamente y realizar actividades sociales exclusivamente en países donde estas actividades son valoradas mientras que tendrán rendimientos pobres en aquellos países donde estas actividades sean poco valoradas. Un buen ejemplo es el caso del comportamiento medioambiental de las empresas. Una compañía con bajo impacto medioambiente en un país determinado no significa necesariamente que el rendimiento medioambiental global de la empresa es aceptable. Las empresas pueden reubicar las operaciones contaminantes en regiones con estándares medioambientales laxos para evitar los más rigurosos (Christmann, 2004).

Sin embargo, de acuerdo con la teoría de *stakeholders*, un *stakeholder* es cualquiera que es afectado por las acciones de la organización (Freeman, 1984). Como resultado, las ventajas de ubicar las actividades contaminantes en países con regulaciones débiles son cuestionables. Dowell, Hart, y Yeung (2000) argumentan que diferentes grupos de interés y organizaciones no gubernamentales pueden afectar a las empresas contaminantes a través de la concienciación de los consumidores y la presión a los gobiernos locales para que las empresas contaminantes sean disciplinadas, aun cuando estén en países con regulaciones débiles. De la misma manera, Kostova y Zaheer (1999) mostraron que la legitimidad de las subsidiarias de una empresa ubicadas en el extranjero (fuera de Estados Unidos) influenciaba la legitimidad de la organización en su conjunto. Estos estudios sugieren que las empresas transnacionales que operan indiscriminadamente en países con regulaciones frágiles enfrentan serios problemas en su reputación y legitimidad y sus consecuentes inconvenientes. Contrariamente, las compañías que adoptan estándares sociales globales tienen mayor probabilidad de aumentar su legitimidad social y su imagen corporativa. Por lo tanto, los planes de retribuciones que consideren RSC deben incluir medidas globales.

Proposición 8: *Las empresas que incluyan criterios globales en sus esquemas de retribución a ejecutivos generarán mayor valor sustentable para todos sus stakeholders incluyendo a los accionistas que aquellas que no tienen un criterio de RSC global.*

En nuestra revisión de estudios vinculando RSC y retribución del directivo, encontramos argumentos para justificar ambas direcciones de causalidad como así también relaciones positivas como negativas. En efecto, un tema sin resolver en el área de retribución a ejecutivos es establecer si el diseño de la retribución es una consecuencia de la estrategia de la empresa o en realidad la retribución define el rumbo de la compañía (Gómez-Mejía, 1994). Sin embargo, se espera de un sistema de incentivos que cumpla dos funciones principales. Por un lado, recompensar al directivo por los rendimientos pasados y como consecuencia RSC puede ser visto como un antecedente de la retribución. Al mismo tiempo, el sistema de incentivos puede ser utilizado para estimular ciertas estrategias como acciones sociales. Por lo tanto, RSC puede ser visto como objetivo final. Por lo tanto, la relación se muestra como una secuencia continua donde la combinación adecuada entre la retribución de corto y largo plazo estructurada en torno a RSC, de la cual se espera que simultáneamente premie el compartimiento social pasado y estimule acciones benéficas, tanto sociales como económicas, en el futuro.

Proposición 9: *El diseño y la forma que el sistema de retribuciones esta estructurado afecta y es afectado por las acciones sociales de la empresa.*

6. CONCLUSIÓN

Intentar comprender las relaciones entre RSC y la retribución del ejecutivo es relevante para los diseñadores de programas de incentivos, accionistas, ejecutivos y particularmente para aquellos que promueven un cambio en el gobierno corporativo de las empresas. En este artículo, argumentamos que las funciones de una empresa van más allá de la maximización de resultados y la retribución de directivos debe ser diseñada de manera acorde. En contra de la teoría neoclásica, presentamos argumentos basado en la teoría de *stakeholders* la cual ve a la empresa como una red de relaciones con múltiples grupos de interés, no solo accionistas. Como tal, la eficiencia de los ejecutivos debe ser evaluada, recompensada y estimulada desde una perspectiva amplia y global.

Nuestra posición no sostiene que los objetivos financieros de la empresa sean ignorados o que los accionistas son menos importantes que otros grupos de interés. Sin embargo, somos escépticos sobre el argumento que sostiene que la única función social de la empresa es maximizar los resultados financieros. En cualquier caso, creemos que si los objetivos sociales son incluidos como adición a las metas financieras, es posible obtener mejores resultados para un mayor número de *stakeholders* y por lo tanto para la empresa como ente social. Como ha reconocido uno de los más renombrados académicos de teoría de la agencia, Michael Jensen, "podemos aprender de los académicos de la teoría de *stakeholders* sobre como guiar a los directivos y participantes en una organización a pensar de manera más general y creativa sobre como las políticas de la empresa tratan...no solo a los accionistas y mercados financieros pero también a empleados, clientes, proveedores y la comunidad en la cual existe la organización...*No podemos maximizar el valor de mercado de largo plazo de una organización si ignoramos o maltratamos a cualquier stakeholder importante*" (2001: 16) (énfasis en el original)¹². Visto en el largo plazo, los intereses de accionistas y otros *stakeholders* no son necesariamente opuestos. En otras palabras, ambas perspectivas no entran en conflicto salvo que se consideren de manera extrema. Las empresas no alcanzan el éxito financiero ignorando las expectativas de los empleados, clientes, proveedores, y la comunidad. Pero tampoco van a ser capaz de satisfacer a estos *stakeholders* si no alcanzan las metas financieras.

Con independencia de cual sea el punto de vista que se tome sobre el objetivo de la empresa, el gobierno corporativo debe asegurar que los ejecutivos son responsables de conseguirlos. Nosotros proponemos la inclusión de objetivos sociales en los esquemas de retribución como una forma de alentar a los directivos a expandir sus alcances estratégicos y embarcarse en actividades que traen beneficios a la empresa a través de sus *stakeholders*. Sin embargo, nuestras proposiciones plantean serios desafíos a los diseñadores de planes de retribuciones debido a la complejidad que implica la multiplicidad de objetivos. Para empezar, la multiplicidad de objetivos trae consigo mucha confusión sobre cuales son las decisiones que el ejecutivo debe tomar. También existe el riesgo de manipulación de medidas y la preferencia de maximizar aquellas que son más fáciles de alcanzar. Esquemas de compensación condicionales y sistemas de supervisión alternativos pueden ser necesarios para implementar exitosamente un sistema de pagos que considere los intereses de un amplio número de *stakeholders*. Otro desafío se vincula en la mejor manera de medir RSC. Mientras las medidas financieras están bien desarrolladas, medidas de rendimiento social constituyen aún un campo por explorar. Este aspecto es importante para evitar la "insensatez de compensar A mientras se espera B" (Kerr, 1975)¹³.

Desafortunadamente, los estudios disponibles hasta el momento no muestran evidencia concluyente sobre si las empresas recompensan o castigan estrategias de responsabilidad social y cual es la combinación adecuada de incentivos que promueve conductas sociales corporativas. Esto indica la necesidad de continuar las investigaciones en esta área para entender la relación causal entre el gobierno corporativo y el rendimiento social de la empresa. Para que esta sea una actividad exitosa, la investigación futura debe centrarse más allá del rendimiento financiero de la empresa y ampliar su perspectiva para considerar distintas dimensiones de la efectividad organizativa.

12 Traducción del original por los autores: "We can learn from stakeholder theorists how to lead managers and participants in an organization to think more generally and creatively about how the organization's policies treat...not just the stockholders and financial markets, but employees, customers, suppliers, and the community in which the organization exists...[W]e cannot maximize the long-term market value of an organization if we ignore or mistreat any important constituency"

13 Traducción del original por los autores: "folly of rewarding A while expecting B"

7. REFERENCIAS

- Barkema, H. G. & Gómez-Mejía, L. R. 1998. Managerial compensation and firm performance: A general research framework. *Academy of Management Journal*, 41(2): 135-145.
- Berle, A. A. 1931. Corporate powers as powers in trust. *Harvard Law Review*, 44(7): 1049-1074.
- Berle, A. A. & Means, G. C. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan.
- Berman, S. L., Wicks, A. C., Kotha, S., & Jones, T. M. 1999. Does Stakeholder Orientation Matter? The Relationship between Stakeholder Management Models and Firm Financial Performance. *Academy of Management Journal*, 42(5): 488-506.
- Berrone, P. & Gómez-Mejía, L. R. 2006. *Do firms compensate their CEOs for good environmental performance?* Paper presented at the Academy of Management, Atlanta.
- Berrone, P., Surroca, J., & Tribo, J. in press. Corporate ethical identity as a determinant of firm performance: A test of the mediating role of stakeholder satisfaction. *Journal of Business Ethics*.
- Carroll, A. B. 1979. A Three-Dimensional Conceptual Model of Corporate Performance. *Academy of Management Review*, 4(4): 497-505.
- Clarkson, M. B. E. 1995. A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance. *Academy of Management Review*, 20(1): 92-117.
- Coombs, J. E. & Gilley, K. M. 2005. Stakeholder management as a predictor of CEO compensation: Main effects and interactions with financial performance. *Strategic Management Journal*, 26: 827-840.
- Christmann, P. 2004. Multinational companies and the natural environment: Determinants of global environmental policy standardization. *Academy of Management Journal*, 47(5): 747-760.
- Deckop, J. R., Merriman, K. K., & Gupta, S. 2006. The effects of CEO pay structure on corporate social performance. *Journal of Management*, 32(3): 329-342.
- Deyá-Tortella, B., Gómez-Mejía, L. R., De Castro, J., & Wiseman, R. M. 2005. Incentive alignment or perverse incentives? A behavioral view of stock options. *Management Research*, 3(2): 109-120.
- Dodd, M. E. 1932. For whom are corporate managers trustees. *Harvard Law Review*, 45(7): 1145-1163.
- Donalson, T. & Dunfee, T. W. 1994. Toward a Unified Conception of Business Ethics: Integrative Social Contracts Theory. *Academy of Management Review*, 19(2): 252-284.
- Donalson, T. & Preston, L. E. 1995. The Stakeholder Theory of the Corporation: Concepts, Evidence, and Implications. *Academy of Management Review*, 20(1): 65-91.
- Dowell, G., Hart, S. L., & Yeung, B. 2000. Do corporate global environmental standards create or destroy market value? *Management Science*, 46(8): 1059-1074.
- Evan, W. & Freeman, E. R. 1983. A Stakeholder Theory of the Modern Corporation: Kantian Capitalism. In T. Beauchamp & N. Bowie (Eds.), *Ethical theory in business*: 75-93. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.

-
- Fama, E. F. 1980. Agency problems and the theory of the firm. *Journal of Political Economy*, 88: 288-298.
 - Fama, E. F. & Jensen, M. C. 1983. Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26: 301-325.
 - Finkelstein, S. & Hambrick, D. C. 1996. Board of directors and corporate performance, *Strategic leadership: Top executives and their effect on organizations*: 209-260. St. Paul, Minnesota: West Publishing Co.
 - Freeman, E. R. 1984. *Strategic Management: A Stakeholder Approach*. Englewood Cliffs, N.J: Prentice Hall.
 - Freeman, E. R. & McVea, J. 2001. A Stakeholder Approach to Strategic Management. In M. Hitt & E. R. Freeman & J. Harrison (Eds.), *Handbook of Strategic Management*: 189-207. Oxford, U.K.: Blackwell Publishing.
 - Friedman, M. 1970. The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits. *New York Times Magazine*, 13: 32-33.
 - Gómez-Mejía, L. R. 1994. Executive compensation: A reassessment and future research agenda. In G. R. Ferris (Ed.), *Research in personnel and human resources management*, Vol. 12. Stanford, CT: JAI Press Inc.
 - Gómez-Mejía, L. R. & Wiseman, R. M. 1997. Reframing executive compensation: An assessment and outlook. *Journal of Management*, 23: 291-374.
 - Gómez-Mejía, L. R. & Sanchez-Marin, G. 2006. *La retribución y los resultados de la organización*. Madrid, Spain: Prentice Hall.
 - Hill, C. & Jones, T. M. 1992. Stakeholder-Agency Theory. *Journal of Management Studies*, 29(2): 131-154.
 - Hillman, A. J. & Keim, G. D. 2001. Shareholder Value, Stakeholder Management, and Social Issues: What's the Bottom Line? *Strategic Management Journal*, 22: 125-139.
 - Hofstede, G. 1983. The cultural relativity of organizational practices and theories. *Journal of International Business Studies*, 14(2): 75-89.
 - Hofstede, G. 1997. *Cultures and Organizations: Software of the Mind*. New York: McGraw Hill.
 - Hymowitz, C. 2003. How to fix a broken system: A rush of new plans promise to make corporate boards more accountable. Will they work?, *Wall Street Journal*: R1-R12. New York.
 - Jensen, M. C. & Meckling, W. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360.
 - Jensen, M. C. 1993. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control mechanism. *Journal of Finance*, 98: 225-264.
 - Jensen, M. C. 2001. Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. *Journal of Applied Corporate Finance*, 14(3): 8-21.
 - Jones, T. M. 1995. Instrumental Stakeholder Theory: A Synthesis of Ethics and Economics. *Academy of Management Review*, 20(2): 404-437.

- Jones, T. M. & Wicks, A. C. 1999. Convergent Stakeholder Theory. *Academy of Management Review*, 24(2): 206-221.
- Kerr, J. L. 1975. On the folly of rewarding A while hoping for B. *Academy of Management Journal*, 18: 769-783.
- Kochan, T. A. 2002. Addressing the crisis in confidence in corporations: Root causes, victims, and strategies for reform. *Academy of Management Executive*, 16(3): 139-141.
- Kostova, T. & Zaheer, S. 1999. Organizational legitimacy under conditions of complexity: The case of the multinational enterprise. *Academy of Management Review*, 24(1): 64-81.
- Margolis, J. D. & Walsh, J. P. 2003. Misery Loves Companies: Rethinking Social Initiatives by Business. *Administrative Science Quarterly*, 48(2): 268-304.
- McGuire, J., Dow, S., & Arghyd, K. 2003. CEO incentives and corporate social performance. *Journal of Business Ethics*, 45(4): 341-359.
- Murphy, K. J. 2000. Performance standards in incentive contracts. *Journal of Accounting and Economics*, 30(3): 245-278.
- O'Connor, J. P., Priem, R. L., Coombs, J. E., & Gilley, K. M. 2006. Do CEO stock options prevent or promote fraudulent financial reporting? *Academy of Management Journal*, 49(3): 483-500.
- Orliczky, M., Schmidt, F. L., & Rynes, S. L. 2003. Corporate social and financial performance: A meta-analysis. *Organization Studies*, 24(3): 403-441.
- Philips, R. A. 1997. Stakeholder Theory and the Principle of Fairness. *Business Ethics Quarterly*, 7: 51-66.
- Post, J. E., Preston, L. E., & Sachs, S. 2002. Managing the Extended Enterprise: The New Stakeholder View. *California Management Review*, 45(1): 6-28.
- Russo, M. V. & Harrison, N. S. 2005. Organizational design and environmental performance: Clues from the electronics industry. *Academy of Management Journal*, 48(4): 582-593.
- Siebert, N. 2002. To encourage recovery, encourage investors, *The New York Times*: A19. New York.
- Stanwick, P. A. & Stanwick, S. D. 2001. CEO compensation: Does it pay to be green? *Business Strategy and the Environment*, 10(3): 176-182.
- Sundaram, A. K. & Inkpen, A. C. 2004. The corporate objective revisited. *Organization Science*, 15(3): 350-363.
- Taussig, F. W. & Baker, W. S. 1925. American corporations and their executives: A statistical inquiry. *Quarterly Journal of Economics*, 3: 1-51.
- Waddock, S. A. & Graves, S. B. 1997. The Corporate Social Performance-Financial Performance Link. *Strategic Management Journal*, 18(4): 303-319.
- Weiner, J. L. 1964. The Berle-Dodd dialogue on the concept of the corporation. *Columbia Law Review*, 64: 1458-1483.
- Wicks, A. C., Gilbert, D. R., Jr., & Freeman, E. R. 1994. A Feminist Reinterpretation of the Stakeholder Concept. *Business Ethics Quarterly*, 4: 475-498.

NOTAS

NOTAS

NOTAS

NOTAS
