

## Medidas de desempeño competitivo entre empresas con diferente estructura de la propiedad del capital

Josefina Fernández-Guadaño\*

### Resumen

Este trabajo analiza la evolución del comportamiento económico comparado entre las empresas propiedad de sus trabajadores y las empresas capitalistas convencionales, con la finalidad, en función de los resultados, de potenciar el reconocimiento legal europeo del modelo de sociedad limitada laboral. Se trata de un estudio de corte exploratorio, la metodología utilizada para estudiar si existen diferencias entre los dos tipos de empresas ha sido la realización de pruebas paramétricas. Los resultados del análisis no evidencian de forma empírica los efectos positivos que se presuponían a las empresas propiedad de sus trabajadores, no siendo determinantes, por tanto, para hacer una recomendación regulatoria a nivel europeo, aunque encontrándose motivos suficientes para ampliar el estudio al análisis comparado de otros sujetos con regulación legal propia e, incluso, al análisis comparado de otras formas regulatorias existentes en otros Estados Miembros de la Unión Europea.

**Palabras clave:** Estructura de la propiedad del capital; sociedad limitada laboral; sociedad de responsabilidad limitada; desempeño competitivo; España.

### *Measurement of Competitive Performance among Companies with Different Capital Ownership Structures*

### Abstract

This paper analyzes the evolution of economic behavior compared between employee-owned firms (EOF) and conventional capitalist companies. According to the results, the purpose will be to advocate for legal recognition of the labor society model. The study was exploratory. The methodology used to find out whether differences exist between the two types of firms was parametric testing. Results of the analysis do not demonstrate, in an empirical way, the positive effects that were presupposed for EOF. In this regard, the results are not determinants for making a regulative recommendation at the European level. However, sufficient motives were found for extending the study to a compared analysis with other subjects that have their own legal regulation

\* Doctora en Ciencias Económicas y Empresariales. Profesora del Departamento de Economía Financiera y Contabilidad III de la Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales. Universidad Complutense de Madrid. E-mail: jofernan@ucm.es

and, even, to a compared analysis with other regulatory forms existing in other European Union member states.

**Key words:** Capital ownership structure, employee owned firms, *Limited Liability Company*, competitive performance, Spain.

## Introducción

En Europa las empresas propiedad de sus trabajadores se plantean como un modelo empresarial alternativo al de la economía capitalista convencional porque han demostrado ser fórmulas empresariales capaces de mantener o destruir menos empleo en épocas de crisis, con mercados de trabajo deprimidos, y consolidarse como una tercera vía frente a las empresas capitalistas convencionales y a las empresas públicas.

En España las empresas propiedad mayoritaria de sus trabajadores o empresas de trabajo asociado forman parte de la denominada “Economía Social” aunque todavía no gozan de reconocimiento legal comunitario. Esto es, el modelo europeo de empresa participada por sus trabajadores sigue sin definirse, lo que dificulta la configuración de un marco normativo homogéneo y el establecimiento y la gestión de las ayudas. Tan sólo las sociedades anónimas y las sociedades cooperativas tienen sus propios estatutos jurídicos europeos, pero otras modalidades de empresa se enfrentan, según reconoce el dictamen del Comité Económico y Social Europeo (2009) a diversas barreras en el mercado interior, debido a la inexistencia de regulación supranacional que les de cobertura y facilite el desarrollo de actividades transfronterizas.

Pero aunque no exista un estatuto jurídico europeo para este tipo de forma societaria, la participación financiera de los trabajadores en las empresas se ha constituido en un objetivo preferente de política europea, como así lo ponen de manifiesto los distintos infor-

mes, recomendaciones y resoluciones al respecto, teniendo en cuenta que la Comisión Europea (2002) considera que la participación financiera de los trabajadores en las empresas constituye una de las bases para la realización del modelo social europeo basado en la cooperación y que tiene como objetivo superar la dicotomía existente entre el capital y el trabajo.

Este trabajo analiza la evolución, durante un período de cinco años, del comportamiento económico comparado entre las empresas propiedad de sus trabajadores (Employee-Owned Firms, en adelante EOF) y las empresas capitalistas convencionales (Non-Employee-Owned Firms, en adelante NEOF) con la finalidad, en función de los resultados, de potenciar el reconocimiento legal europeo del modelo de sociedad laboral. Objetivo avalado tanto por el interés creciente en la literatura económica por medir y cuantificar el desempeño o potencial competitivo empresarial e inferir, a partir de las posibles diferencias pautas que permitan incrementar la eficiencia, competitividad y productividad empresarial; como por el interés creciente por parte de la Unión Europea por fomentar el acceso de los trabajadores a la propiedad de las empresas en las que desarrollan su actividad, motivado por la abundante evidencia sobre los potenciales beneficios para trabajadores y empresa que tal participación conlleva (Comisión Europea, 2002).

Para la consecución de dicho objetivo se han comparado dos tipos de empresas y se ha aprovechado el hecho de que en España ambas funcionan de acuerdo con estructuras reguladas legalmente. Las empresas propie-

dad de sus trabajadores con funcionamiento capitalista no convencional y responsabilidad limitada de los socios, operan como Sociedades Limitadas Laborales (EOF) reguladas por la Ley de 1997, mientras que, las empresas que no tienen por qué estar participadas mayoritariamente por sus trabajadores con funcionamiento capitalista y responsabilidad limitada de sus socios, operan como Sociedades de Responsabilidad Limitada (NEOF) reguladas por la Ley de 2010.

## **1. Fundamentos teóricos**

Los sistemas de participación financiera de los trabajadores se ven como parte de una nueva cultura de las relaciones industriales y de las estrategias empresariales innovadoras, basadas en mecanismos de remuneración más flexibles y en un nivel de cooperación mayor, un instrumento potencial para aumentar la eficiencia de la empresa (Uvalic, 2004). Por este motivo hay un notable desarrollo de trabajos que han puesto de manifiesto los beneficios relacionados con la participación financiera de los asalariados que han dado lugar a una nutrida evidencia empírica (Fernie y Metcalf, 1995; Batt y Appelbaum, 1995; Aghion y Tirole, 1997).

Con la participación financiera de los trabajadores en las empresas en las que operan se busca alinear sus intereses con los de los propietarios, lo que favorece la reducción de los conflictos de intereses entre ambos colectivos. La implicación de estos trabajadores será mayor, puesto que parte de su retribución depende de la buena marcha de la misma, lo que en último término se traduce en una mejora de la productividad, de la competitividad, de la calidad laboral y de la rentabilidad (European Commission, 1991). De esta forma se crean vínculos más estables entre el trabaja-

dor y la empresa (Van Den Bulcke, 1999) reduciéndose la rotación, incrementándose la estabilidad laboral y aumentando su motivación (European Commission, 2002). Por tanto, la implantación de los planes de participación financiera en las empresas permite compartir riesgos y beneficios, por lo que tiene ventajas tanto para las propias empresas como para los trabajadores (Cahill, 2000).

No obstante, y a pesar de las bondades anteriormente señaladas sobre la utilización de dichos planes, hay quienes consideran que su implantación debilita los derechos de propiedad y aumenta el nivel de riesgo de los trabajadores, al reducirse la diversificación y concentrar las fuentes de obtención de ingresos, tanto laborales como financieros, en la misma entidad.

Las teorías más recientes han puesto de manifiesto que complementando la participación financiera con otras formas de participación en los flujos informativo-decisionales se consigue un mayor impacto sobre la productividad y los resultados de las empresas (Kruse y Blasi, 1997; Poutsma, 2001; Perotin y Robinson, 2003), evitando/aminorando además el efecto *free rider* o la ineficiencia asociada a los incentivos de grupo (Weitzman y Kruse, 1990; Oyer, 2004; Poutsma, Kalmi y Pendleton, 2006).

Sin embargo, otra parte de la literatura económica defiende que la participación financiera de los trabajadores a través de la propiedad de las acciones, participando en resultados y en toma de decisiones, que caracteriza a las EOF, es ineficiente debido a problemas del tipo agente-principal, a la aversión al riesgo de los socios trabajadores, y a la degeneración debido al comportamiento oportunista, buscador de rentas de los mismos, que lleva a una menor probabilidad de supervivencia y a un menor nivel de eficiencia debido a la ausencia de agentes con incentivos para contro-

lar el esfuerzo realizado por cada trabajador (Alchian y Demsetz, 1972; Clark, 1984).

El debate teórico no ha producido resultados decisivos, y resulta necesario según Uvalic (2004) mucha más investigación empírica antes de llegar a conclusiones definitivas, las medidas para estimular la participación financiera llevadas a cabo por los diferentes gobiernos en Europa, y particularmente el estadounidense, sugieren que la posición a favor de los sistemas de participación prevalece. En esta línea, este trabajo pretende encontrar evidencia empírica adicional, aprovechando el hecho de que en España las empresas propiedad mayoritaria de sus trabajadores, con funcionamiento capitalista no convencional, operan bajo una estructura legal.

## **2. Metodología**

### **2.1 Descripción de la base de datos y selección de la muestra**

Se ha partido de la información contable pública individualizada recogida en la base de datos del Sistema de Análisis de Balances Ibéricos (<http://www.bvdep.com/en/sabi.html>) que depositan obligatoriamente las empresas españolas en los registros mercantiles para el período 2003-2007.

La clasificación de las empresas de la muestra se hizo distinguiendo entre las que son propiedad mayoritaria de sus trabajadores de las que no lo están, dando lugar a dos series: una para las sociedades limitadas laborales (EOFs) y otra para las sociedades de responsabilidad limitadas (NEOFs).

Asimismo, la muestra se ha segmentado atendiendo a la actividad económica de las empresas según la Clasificación Nacional de Actividades Económicas (2009) y agrupando-

las en cuatro sectores: industria, construcción, comercio y servicios (siguiendo el mismo criterio que el Directorio Central de Empresas del Ministerio de Industria de España).

Por su parte el 99% de las empresas de ambos listados son Pequeñas y Medianas Empresas por lo que no se ha utilizado este criterio para segmentar aunque si para totalizar los datos económicos de las variables medidas en términos absolutos y evitar el sesgo del tamaño en la evaluación de los resultados.

Por último, para depurar la muestra se han eliminado aquellas empresas que carecían de datos en alguna de las variables fundamentales, no operaron continuamente durante el 2003-2007, o se consideraron valores atípicos, esto es, aquellas empresas con observaciones por encima de tres desviaciones estándar lejos de la media. La Tabla I recoge el número de empresas que componen la muestra.

### **2.2 Pruebas estadísticas**

Se trata de un estudio de corte exploratorio más que uno de corte causal y, por ello, la metodología utilizada para estudiar si existen diferencias entre los dos tipos de empresas ha sido la realización de pruebas paramétricas, en concreto la Prueba T de Student para muestras independientes, técnica que permite contrastar la igualdad de medias, aunque algunas variables han tenido que sufrir algunas transformaciones logarítmicas para ajustarse a la normalidad.

En algunos casos ha sido muy difícil transformar las variables dadas a una normal. Eso ha sido especialmente notorio en variables medidas en términos absolutos y en aquellas variables que pueden asumir valores, tanto positivos como negativos; el efecto es el de la aparición de “outliers” que afectan al resultado de los Test de Student. En tales casos, se

**Tabla I. Número de empresas de la muestra**

		2003	2004	2005	2006	2007
EOF	Com.	61	60	69	71	62
	Constr.	39	39	46	46	45
	Ind.	27	26	34	35	32
	Serv.	116	106	107	123	110
	Total	243	231	256	275	249
NEOF	Com.	54	58	62	68	60
	Constr.	56	64	67	77	78
	Ind.	29	31	30	35	37
	Serv.	215	239	260	265	226
	Total	354	392	419	445	401

Fuente: Elaboración propia (2012).

ha utilizado el Test de Wilcoxon. En el siguiente epígrafe recogemos el resumen de los resultados estadísticos a través del p-valor de cada test, siendo la regla de decisión, con un margen de error de 0.05, la siguiente: si p-valor > 0.05 se acepta la hipótesis nula de homogeneidad entre las empresas y si es inferior a dicho porcentaje se rechaza.

### 3. Resultados

Las empresas propiedad de sus trabajadores (EOFs) y las empresas capitalistas convencionales (NEOFs) poseen una estructura de la propiedad del capital diferente que puede provocar diferencias en la determinación de la función objetivo de cada tipo de empresa y que, a su vez, puede ser determinante del uso y aprovechamiento del factor trabajo y del factor capital (Prychitko y Vanek, 1996; Morales *et al*, 2003; Fernández-Guadaño, 2012).

Tras analizar los diferentes sistemas de medición de la performance empresarial más utilizados recientemente y su relación

con la estructura de la propiedad, incluyendo trabajos específicos sobre empresas autogestionadas (March y Yagüe, 2009), las variables que integran nuestro modelo, siguiendo a Melgarejo, Arcelus y Simon (2007a), se han agrupado en cuatro ejes que contemplan las siguientes hipótesis: en primer lugar, relacionadas con las potenciales diferencias en desempeño económico; en segundo lugar, diferencias en rentabilidad; en tercer lugar, en productividad y, en último lugar, en estructura financiera.

#### 3.1. Diferencias en desempeño económico de la empresa

Para analizar las diferencias en el desempeño económico se han planteado dos hipótesis relacionadas con las variables EBITDA (Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization) y Valor Agregado (Resultado del ejercicio+ Impuesto de Sociedades+ Gastos de Personal + Dotación a la Amortización+ Gastos Financieros y asimilados) estandarizadas por el valor de las ventas

para evitar el sesgo del tamaño (Melgarejo *et al.*, 2007a).

*Hipótesis 1.1: No hay diferencias en el EBITDA debido a las diferencias en la estructura de capital de las empresas.*

*Hipótesis 1.2: No hay diferencias en el Valor Agregado debido a las diferencias en la estructura de capital de las empresas.*

Las diferentes estructuras de la propiedad del capital de las empresas que se comparan generan diferencias en la función objetivo que se persigue en cada una de ellas en torno a la generación y reparto del beneficio empresarial. Hay abundantes estudios teóricos (Meade, 2003; Morales *et al.*, 2003) y empíricos (Melgarejo *et al.*, 2007b; March y Yagüe, 2009) pero se impone la tesis clásica de que función objetivo de las EOF es la maximización de la renta neta por trabajador mientras que en las NEOF es la maximización del beneficio (Ward, 1958; Domar, 1966; Meade, 1972). Con el contraste de las dos hipótesis anteriormente planteadas se pretende comprobar la tesis anterior.

En nuestro estudio la Tabla II recoge los valores promedio de las variables y los *p-valor* del contraste estadístico de las dos hipótesis anteriores.

Los resultados ponen de manifiesto que se rechaza la hipótesis nula de homogeneidad en la variable EBITDA entre los dos tipos de empresas para todos los sectores en casi todos los años, esto es, que hay diferencias significativas. Y el comportamiento económico de los valores promedio revela que es mejor para las NEOF que para las EOF. Si totalizamos la variable por las Ventas se observa, en la Tabla II, como ya no hay diferencias significativas entre ambos tipos de empresas, no obstante, la evolución de los valores promedio nos muestra como las EOF siguen te-

niendo peor comportamiento. En el caso de la variable VA, medida en términos absolutos, ocurre lo mismo que para el EBIDA, esto es, se rechaza la hipótesis nula, se revelan diferencias significativas entre ambos tipos de empresas para la mayor parte de los años en los sectores industria, servicios y en el total (condicionado éste por la importancia del sector servicios) salvo en el comercio y construcción. Si observamos la evolución de las medias, en la Tabla II, el comportamiento es mejor para las NEOF que para las EOF. Sin embargo, cuando totalizamos esta variable por las Ventas, para evitar el sesgo del tamaño en la muestra, se observan como los resultados son más homogéneos y no hay diferencias significativas entre las EOF y NEOF, viéndose en la evolución de los valores promedio como mejoran sustancialmente a favor de las EOF.

Por tanto, los resultados anteriores evidencian que cuando se tiene en cuenta en las variables tomadas para medir el desempeño económico el sesgo del tamaño, totalizando las variables por el valor de las ventas, las diferencias entre las empresas se diluyen y observando la evolución de los valores medios para ambas empresas se constata, por los mejores resultados que presenta la variable VA(V) frente a EBITDA(V), la hipótesis más extendida en la literatura económica de que la función objetivo de las empresas que estamos comparando difiere, mientras las empresas participadas persiguen la maximización de la renta neta por trabajador, las empresas capitalistas convencionales buscan la maximización del beneficio (Ireland, 1987).

Con todo, hay que tener en cuenta como apunta Lejarriaga (2002) que la función objetivo de la EOF debe plantearse en términos de maximización de valor que obtienen los socios trabajadores como consecuencia de

**Tabla II. *p*-valor para las diferencias en desempeño económico**

Variable	Comparaciones	Año	Media NEOF	Media EOF	p valor
EBITDA	EOF Com. vs NEOF Com.	2003	24,87951807	-1,512195122	0,00
		2004	24,28915663	1,028571429	0,00
		2005	23,68181818	3,551282051	0,03
		2006	15,84848485	6,911392405	0,16
		2007	21,4	14,41428571	0,42
	EOF Const. vs NEOF Constr.	2003	33,03636364	2,720930233	0,04
		2004	92,81578947	32,0625	0,27
		2005	47,18852459	6,75	0,14
		2006	78,47014925	-2,053571429	0,02
		2007	62,95575221	-4,285714286	0,00
	EOF Ind. vs NEOF Ind.	2003	32,7	1,933333333	0,00
		2004	22,6	-0,617647059	0,01
		2005	22,5	2,794871795	0,03
		2006	22,72340426	11,42857143	0,28
		2007	52,45833333	21,52631579	0,03
	EOF Ser. vs NEOF Ser.	2003	25,41666667	5,194244604	0,00
		2004	23,73712737	5	0,00
		2005	34,48525469	11,79032258	0,00
		2006	38,67938931	8,826086957	0,00
		2007	45,75226586	20,46875	0,04
EOF vs NEOF	2003	25,28739496	2,72972973	0,00	
	2004	33,42459016	3,523465704	0,00	
	2005	29,23397436	8,241721854	0,00	
	2006	36,19230769	6,821316614	0,00	
	2007	41,83937824	14,96167247	0,00	
ITDA(V)	EOF Com. vs NEOF Com.	2003	0,041182757	-0,068583254	0,02
		2004	0,532802936	0,053867302	0,05
		2005	0,041814208	0,035339786	0,00
		2006	0,011189179	0,009246475	0,91
		2007	0,020651329	0,017486304	0,88

**Tabla II (Continuación)**

Variable	Comparaciones	Año	Media NEOF	Media EOF	p valor
EBITDA(V)	EOF Const. vs NEOF Constr.	2003	0,322125521	0,127776224	0,05
		2004	0,117468539	0,078072156	0,04
		2005	0,520249056	0,075116371	0,08
		2006	0,060185794	-0,183016864	0,22
		2007	0,062460184	-0,03721861	0,05
	EOF Ind. vs NEOF Ind.	2003	0,075995414	0,016750548	0,10
		2004	0,049804772	-0,003932249	0,21
		2005	0,020751203	0,00273178	0,61
		2006	0,022984282	0,022233401	0,98
		2007	0,078439613	0,059535735	0,44
	EOF Ser. vs NEOF Ser.	2003	0,143280578	0,040424619	0,16
		2004	0,114811313	0,06371342	0,05
		2005	0,088831243	0,04870668	0,08
		2006	0,086198888	0,00498418	0,00
		2007	0,069892236	0,039448751	0,01
	EOF vs NEOF	2003	0,045278431	0,015662526	0,01
		2004	0,067816172	0,02787183	0,13
		2005	0,060914948	0,036507304	0,32
		2006	0,013890855	0,001846596	0,69
		2007	0,028118305	0,003194126	0,19
VA	EOF Com. vs NEOF Com.	2003	111,6470588	42,14634146	0,00
		2004	111,6904762	56,81690141	0,01
		2005	89,42222222	60,28205128	0,31
		2006	105,5742574	68,50632911	0,06
		2007	105,7356322	84,24285714	0,35
	EOF Const. vs NEOF Constr.	2003	252,5714286	114,4418605	0,09
		2004	325,5172414	160,4791667	0,24
		2005	270,1209677	141,5357143	0,22
		2006	296,0514706	102,3571429	0,06
		2007	247,2782609	105,1632653	0,00

**Tabla II (Continuación)**

Variable	Comparaciones	Año	Media NEOF	Media EOF	p valor
VA	EOF Ind. vs NEOF Ind.	2003	137,7560976	52,8	0,00
		2004	205,3571429	67,08823529	0,08
		2005	186,6829268	80,675	0,02
		2006	168,1632653	87,02380952	0,01
		2007	211,6	109,5263158	0,01
	EOF Ser. vs NEOF Ser.	2003	129,1123288	59,98561151	0,00
		2004	167,2860963	98,04065041	0,19
		2005	137,4353562	73,11290323	0,00
		2006	214,5628141	81,15942029	0,00
		2007	194,5892857	110,59375	0,00
	EOF vs NEOF	2003	149,968595	62,28716216	0,00
		2004	191,7944984	94,3655914	0,02
		2005	159,5165354	83,40728477	0,00
		2006	211,0626822	83,13793103	0,00
		2007	193,2122241	104,6689895	0,00
VA (V)	EOF Com. vs NEOF Com.	2003	0,200859301	0,187455914	0,70
		2004	0,196508513	0,212931434	0,68
		2005	0,193546831	0,218210847	0,43
		2006	0,180544399	0,216959683	0,14
		2007	0,193488851	0,263348962	0,05
	EOF Const. vs NEOF Constr.	2003	0,30563954	0,362212251	0,35
		2004	0,332027929	0,310634041	0,76
		2005	0,295988298	0,384595429	0,10
		2006	0,239670099	0,338671497	0,32
		2007	0,328773334	0,347849868	0,68
	EOF Ind. vs NEOF Ind.	2003	0,362964291	0,353840963	0,87
		2004	0,344151184	0,300285014	0,48
		2005	0,318592571	0,359409837	0,30
		2006	0,318524494	0,325566832	0,86
		2007	0,326792701	0,343771888	0,69
	EOF Ser. vs NEOF Ser.	2003	0,401300146	0,428259375	0,61
		2004	0,366299788	0,440379435	0,15

**Tabla II (Continuación)**

Variable	Comparaciones	Año	Media NEOF	Media EOF	p valor
VA (V)		2005	0,370846639	0,413136129	0,35
		2006	0,504190347	0,369490137	0,04
		2007	0,40036532	0,418590687	0,65
	EOF vs NEOF	2003	0,357841351	0,254454695	0,11
		2004	0,287277576	0,370424065	0,13
		2005	0,29366747	0,33139714	0,33
		2006	0,362673293	0,251411975	0,26
		2007	0,359455951	0,352612724	0,84

Fuente: Elaboración propia (2012).

\*Com: Comercio; Constr.: Construcción; Ind.: Industria; Ser.: Servicios \*\* Valores medios de EBIDA y VA en miles de euros.

su participación financiera en la empresa, y por tanto, no en términos de maximización del beneficio, es más, señala el autor que el resultado económico contable de sociedades controladas por trabajadores debe observarse con gran cautela por las particularidades en la contabilización de resultados de estas empresas, en las que si las previsiones lo permiten, pueden anticiparse el reparto del beneficio en forma de mayor retribución.

### 3.2. Diferencias en rentabilidad

Para el estudio de las posibles diferencias en rentabilidad se han utilizado los ratios de rentabilidad económica o rentabilidad de los activos (Resultado Antes de Intereses/ Activo Total) y rentabilidad financiera o rentabilidad de los recursos propios (Resultado Después de Intereses/ Recursos Propios) planteando dos hipótesis.

*Hipótesis 2.1: No hay diferencias en Rentabilidad Económica debido a las diferencias en la estructura de capital de las empresas.*

*Hipótesis 2.2: No hay diferencias en Rentabilidad Financiera debido a las diferencias en la estructura de capital de las empresas.*

Tras revisar diferentes estudios publicados sobre rentabilidad en empresas autogestionadas, Barlett *et al.*, (2003) concluyen que no se aprecia una relación automática entre empresa de trabajo asociado y niveles de rentabilidad significativamente distintos a nivel estadístico, cuando se comparan con empresas privadas.

Los resultados de la comparación entre las NEOFs y las EOFs (Tabla III) ponen de manifiesto que no se encontraron diferencias significativas en la variable Rentabilidad Económica salvo para el año 2003 en los sectores comercio, construcción e industria y, en 2006 en construcción, servicios y general; no se percibe una tendencia clara de los valores medios a favor de una u otra empresa. Resultado coherente, con los fundamentos teóricos y la evidencia empírica previa (Fernández-Guadaño, 2009).

Tampoco hay diferencias significativas en la variable Rentabilidad Financiera pero en este caso para ningún sector en ninguno de los años estudiados, esto es, se acepta la

**Tabla III. p-valor para las diferencias en rentabilidad**

Variable	Comparaciones	Año	Media NEOF	Media EOF	pvalor
RE	EOF Com. vs NEOF Com.	2003	1,330136986	-10,41422535	0,00
		2004	1,192394366	-4,912459016	0,05
		2005	0,44025	-6,470625	0,03
		2006	-3,975903614	-5,823857143	0,55
		2007	-0,688630137	-1,191333333	0,86
	EOF Const. vs NEOF Constr.	2003	1,085154639	-12,00952381	0,03
		2004	-2,558235294	-6,244666667	0,51
		2005	-9,39	-10,905	0,80
		2006	-4,92232	-21,64102041	0,03
		2007	-2,655673077	-10,37238095	0,21
	EOF Ind. vs NEOF Ind.	2003	2,807714286	-5,391481481	0,03
		2004	-1,619189189	-10,2262069	0,14
		2005	-1,524571429	-2,287777778	0,81
		2006	1,80775	-1,394054054	0,39
		2007	-0,283589744	2,117352941	0,33
	EOF Ser. vs NEOF Ser.	2003	-7,929047619	-12,04429688	0,47
		2004	-2,814955752	-8,622654867	0,26
		2005	-3,878588235	-7,80619469	0,29
		2006	0,20302521	-10,74382114	0,00
		2007	-0,272959184	-8,47373913	0,06
EOF vs NEOF	2003	-5,841415608	-13,01715328	0,07	
	2004	-5,53937276	-10,17328125	0,25	
	2005	-6,09053913	-11,29174545	0,15	
	2006	-4,274058442	-11,96412587	0,01	
	2007	-3,224277457	-9,365836576	0,09	
RF	EOF Com. vs NEOF Com.	2003	27,23445946	16,09821918	0,66
		2004	15,38216216	11,74721311	0,81
		2005	33,905625	55,80230769	0,25
		2006	13,56310345	3,94115942	0,61
		2007	19,7748	4,015166667	0,24
	EOF Const. vs NEOF Constr.	2003	35,36881188	49,07439024	0,69
		2004	28,58637255	43,99826087	0,59

**Tabla III (Continuación)**

RF		2005	14,94321429	26,92471698	0,52
		2006	14,46829268	21,6188	0,78
		2007	30,75215686	21,40704545	0,62
	EOF Ind. vs NEOF Ind.	2003	21,14459459	1,168571429	0,41
		2004	20,30578947	-30,49677419	0,20
		2005	38,65135135	24,82487179	0,52
		2006	15,70547619	12,73923077	0,94
		2007	-0,057380952	-19,17388889	0,60
	EOF Ser. vs NEOF Ser.	2003	23,30510511	16,84328	0,52
		2004	17,1655	6,483423423	0,51
		2005	28,65467647	9,672946429	0,15
		2006	22,53571429	12,21325	0,45
		2007	27,83791246	23,63105263	0,69
	EOF vs NEOF	2003	25,85361974	19,54074349	0,50
		2004	19,20422662	6,905357143	0,28
		2005	27,30840351	26,35857143	0,91
		2006	19,10405892	11,71840426	0,45
		2007	24,95599613	12,52632813	0,12

Fuente: Elaboración propia (2012).

hipótesis nula de homogeneidad. Y en la evolución de los valores medios se observa una evolución no muy dispar entre ambas organizaciones, aunque a favor de las NEOF, salvo para el sector de la construcción en los años 2003 a 2006. Este resultado es congruente con el constatado en las medidas de desempeño económico, en la medida en que las EOF no buscan la maximización del beneficio y, por tanto, se estima que el valor del ratio se ve afectado por la política de anticipación del beneficio que practican muchas empresas de trabajo asociado.

### 3.3. Diferencias en desempeño productivo de los trabajadores

Para medir las diferencias en desempeño productivo de los trabajadores se han utilizado los ratios de productividad (Ingresos de la explotación-Consumo de mercaderías y materias-Otros gastos de explotación)/Gastos de personal) y beneficio por empleado (Resultados antes de Impuestos/Número empleados), dando lugar a las siguientes hipótesis:

*Hipótesis 3.1: No hay diferencias en la productividad debido a las diferencias en la estructura de capital de las empresas.*

*Hipótesis 3.2: No hay diferencias en Beneficio por empleado debido a las diferencias en la estructura de capital de las empresas.*

La productividad y sus diferencias entre empresas propiedad de sus trabajadores y empresas capitalistas convencionales es seguramente la variable más estudiada y, tal y como indican Bonin, *et al.*, (1993) los trabajos que se sirven de muestras combinadas de datos de empresas autogestionadas y convencionales orientados a establecer comparaciones en la variable productividad arrojan resultados dispares. Por un lado, algunos autores sostienen que debido a los efectos perversos del comportamiento oportunista las empresas de trabajo asociado producirán con un menor nivel de productividad de todos los factores (Alchian y Demsetz, 1972; Williamson, 1975), mientras que por otro lado, otros mantienen que en la empresa de trabajo asociado surgen ganancias de productividad por el mejor clima de relaciones laborales y mayores niveles de compromiso de los trabajadores (March y Yagüe, 2009).

Los resultados de la evolución de la variable Productividad no son concluyentes, ni por sectores, ni por años. No obstante, es posible destacar que al menos en el comercio y la industria hay diferencias significativas entre ambos tipos de empresas en la mayor parte de los años, mientras que, en la construcción y en los servicios no se muestran diferencias en tres, de los cinco años analizados. La evolución de las medias pone de relieve un comportamiento del ratio ligeramente mejor para las NEOF.

Por tanto, los resultados parecen coincidir con los de Zevi (1982), Fernández-Guadano (2009) y March y Yagüe (2009) que no encontraron evidencias de que la productividad fuera distinta entre ambos grupos, pero difiere de los fundamentos teóricos que consideran el diferente papel que juega el factor tra-

bajo en unas y otras empresas se desprenden las principales diferencias, observándose que la doble condición del socio-trabajador en las EOF implica la identificación entre empresa y trabajador lo cual redundará en un aumento de la productividad coincidiendo con los resultados de trabajos como los de Melgarejo *et al.*, (2007c) y Medina *et al.*, (2000).

Se observa en la Tabla IV como hay diferencias significativas entre ambos tipos de empresas en la variable Beneficio por empleado, cuando no distinguimos por sector de actividad; y si diferenciamos la actividad económica entonces, en tres de los cinco años analizados, se presentan diferencias significativas aunque no son consistentes en el tiempo. La evolución de los valores medios de esta variable presenta un peor comportamiento en todos los años para todos los sectores de las EOF frente a las NEOF.

#### **3.4. Diferencias en ratios de estructura financiera**

El estudio de las posibles diferencias relacionadas con la propia estructura financiera se ha realizado contrastando dos hipótesis a partir de los ratios de solvencia financiera a largo plazo (Patrimonio Neto/Total activo) y endeudamiento (Total pasivo y capital propio-Fondos propios)/Total Pasivo y Capital propio), a saber:

*Hipótesis 4.1: No hay diferencias en la solvencia a largo plazo debido a las diferencias en la estructura de capital de las empresas.*

*Hipótesis 4.2: No hay diferencias en el Endeudamiento debido a las diferencias en la estructura de capital de las empresas.*

La estructura financiera de las empresas propiedad de los trabajadores se haya influida por la propia estructura de la propiedad del capital social en estas empresas, que a su vez es determi-

**Tabla IV. p-valor de los indicadores de desempeño productivo de los trabajadores**

Variable	Comparaciones	Año	Media NEOF	Media EOF	p valor
Productividad	EOF Com. vs NEOF Com.	2003	1,658977202	1,34157512	0,05
		2004	1,661718506	1,345901563	0,09
		2005	1,898232	1,251448744	0,00
		2006	1,738282716	1,447001534	0,09
		2007	1,578913129	1,378815397	0,21
	EOF Const. vs NEOF Constr.	2003	1,156816596	0,799649615	0,03
		2004	1,391876556	0,995144542	0,07
		2005	1,349088708	0,819995848	0,01
		2006	1,327569731	0,626539861	0,00
		2007	1,051459535	0,871824407	0,29
	EOF Ind. vs NEOF Ind.	2003	1,104746573	0,716077457	0,01
		2004	0,9913677	0,829170916	0,31
		2005	1,012338763	0,812354375	0,15
		2006	0,972263105	0,89561094	0,69
		2007	1,154005941	1,152457003	0,99
	EOF Ser. vs NEOF Ser.	2003	0,65153358	0,553384575	0,38
		2004	0,712278919	0,589995057	0,22
		2005	0,752297832	0,525054436	0,03
		2006	0,772656556	0,568127328	0,04
		2007	0,825531829	0,557520506	0,01
EOF vs NEOF	2003	0,926875062	0,826775403	0,20	
	2004	0,991639205	0,889535059	0,19	
	2005	1,044072489	0,814970585	0,00	
	2006	1,039650355	0,848465053	0,01	
	2007	1,017726291	0,89256932	0,09	

**Tabla IV (Continuación)**

Variable	Comparaciones	Año	Media NEOF	Media EOF	p valor
Beneficio por empleado	EOF Com. vs NEOF Com.	2003	1,407407407	-3,983606557	0,00
		2004	0,344827586	-3,372881356	0,04
		2005	0,983870968	-5,246376812	0,04
		2006	-1,647058824	-1,028169014	0,94
		2007	2,55	-1,112903226	0,06
	EOF Const. vs NEOF Constr.	2003	5,75	-2,564102564	0,01
		2004	12,53125	3,205128205	0,01
		2005	-7,910447761	-0,282608696	0,22
		2006	8,883116883	-3,108695652	0,05
		2007	8,08974359	-3,955555556	0,06
	EOF Ind. vs NEOF Ind.	2003	0,689655172	-2,296296296	0,00
		2004	0,35483871	-2,384615385	0,02
		2005	0,266666667	-2,352941176	0,17
		2006	2,314285714	-2,714285714	0,04
		2007	3,864864865	2,125	0,80
	EOF Ser. vs NEOF Ser.	2003	1,148837209	0,198275862	0,20
		2004	0,861924686	-0,566037736	0,12
		2005	5,107692308	-0,38317757	0,00
		2006	6,162264151	1,032520325	0,00
		2007	9,504424779	0,881818182	0,00
EOF vs NEOF	2003	1,651685393	-1,518367347	0,00	
	2004	0,992366412	-1,746781116	0,00	
	2005	3,5215311	-1,363984674	0,00	
	2006	4,917040359	-0,210714286	0,00	
	2007	6,691542289	0,357142857	0,00	

Fuente: Elaboración propia (2012).

nante de la propia función objetivo y que afecta, por tanto, a la propia autofinanciación (porcentaje de los beneficios retenidos). Como señala Bonin *et al.*, (1993) cuando los trabajadores no poseen derechos de propiedad individual y transferible sobre los bienes de la empresa, en lu-

gar de votar con el objeto de mantener parte del beneficio corriente para financiar bienes de capital, los trabajadores prefieren distribuir todo el montante entre ellos, en forma de salarios e incentivos. Quizás por este motivo, en el caso español, la propia legislación que afecta

**Tabla V. p-valor de las diferencias en ratios de estructura financiera**

Variable	Compaciones	Año	Media NEOF	Media EOF	p valor
Solvencia	EOF Com. vs NEOF Com.	2003	60,37527778	67,05391304	0,60
		2004	64,31506494	58,21982143	0,82
		2005	64,40597561	63,25076923	0,93
		2006	62,79241379	73,47347826	0,39
		2007	68,97430556	67,70933333	0,84
	EOF Const. vs NEOF Constr.	2003	62,8479	86,331	0,04
		2004	64,42228571	62,06714286	0,05
		2005	67,03438596	74,26711538	0,02
		2006	65,88910569	73,96061224	0,04
		2007	64,75514851	82,81243902	0,01
	EOF Ind. vs NEOF Ind.	2003	78,7569697	66,61321429	0,53
		2004	75,85441176	67,51625	0,52
		2005	62,9775	67,18333333	0,78
		2006	68,92536585	52,67783784	0,09
		2007	66,16026316	58,354	0,81
	EOF Ser. vs NEOF Ser.	2003	74,99931429	81,67390625	0,12
		2004	73,41743516	81,619375	0,11
		2005	70,99057971	79,88456897	0,28
		2006	68,23873596	71,98114754	0,17
		2007	65,06110368	76,84495575	0,09
EOF vs NEOF	2003	69,57925664	75,34073801	0,09	
	2004	70,48945518	74,97391304	0,13	
	2005	67,69433219	73,8874552	0,14	
	2006	66,84384117	69,94308772	0,13	
	2007	64,65315992	73,26698039	0,04	
Endeudamiento	EOF Com. vs NEOF Com.	2003	4,388557551	4,343709908	0,52
		2004	4,368813985	4,426939874	0,83
		2005	4,349052005	4,474298359	0,40
		2006	4,491219466	4,350418661	0,18
		2007	4,472073356	4,395062932	0,20
	EOF Const. vs NEOF Constr.	2003	4,173020952	4,323715976	0,57
		2004	4,180298359	4,365352929	0,67

**Tabla V (Continuación)**

Variable	Compaciones	Año	Media NEOF	Media EOF	p valor
Endeudamiento		2005	4,216820397	4,485961009	0,42
		2006	4,268723507	4,543310438	0,20
		2007	4,241707324	4,583493261	0,34
	EOF Ind. vs NEOF Ind.	2003	4,251471078	4,350888845	0,38
		2004	4,358979205	4,467573473	0,72
		2005	4,244447679	4,348295756	0,95
		2006	4,391853786	4,326930889	0,86
		2007	4,425319929	4,361840083	0,25
	EOF Ser. vs NEOF Ser.	2003	4,193888754	4,103311115	0,50
		2004	4,165911503	4,06325486	0,11
		2005	4,201848676	4,003850881	0,03
		2006	4,154096847	4,133559294	0,60
		2007	4,068381481	4,178448299	0,70
	EOF vs NEOF	2003	4,219575188	4,229264633	0,79
		2004	4,208056939	4,2590047	0,84
		2005	4,226155915	4,258228073	0,93
		2006	4,241903569	4,28606748	0,93
		2007	4,19030948	4,326312985	0,71

Fuente: Elaboración propia (2012).

a las EOF (Ley de 4 de Marzo de 1997) determina que el porcentaje que se destina a reservas sea mayor que en las NEOF.

En la medida en que la financiación propia de las EOF se caracteriza por las particularidades anteriormente aludidas, se puede pensar que podría afectar a la financiación ajena dependiente de las entidades financieras, puesto que no pueden acceder a los mercados de capitales organizados. Sin embargo, los resultados de más abajo refutan este planteamiento.

Los resultados (Tabla V) ponen de manifiesto que no hay diferencias significativas en solvencia para ambas formas jurídicas para ningún sector, en ningún año, salvo la construcción durante el 2004-2007. Por su parte, la

evolución de los valores medios del ratio de solvencia muestra un mejor comportamiento a favor de las EOF frente a las NEOF.

También se acepta la hipótesis nula de homogeneidad entre las empresas para el ratio de endeudamiento. La evolución del mismo, presenta pocas diferencias entre las empresas, en casi todos los sectores en todos los años. Resultado que contrasta con el estudio de Jensen y Mecklin (1979) que argumentaron que los trabajadores de las EOF prefieren la financiación ajena a la propia, porque la primera hace posible que el coste de la financiación del capital se ajuste a la evolución temporal del proyecto. Es decir, que la amortización recaiga preferentemente sobre las generaciones fu-

turas de trabajadores mientras los ingresos que originen tal endeudamiento puedan en-grosar sus remuneraciones o invertirse en pro-yectos que incrementen a corto plazo el flujo de caja de la empresa.

Estos resultados también contrastan con los postulados de la teoría tradicional (Melgarejo, 2007c) que observa una falta de motivación para financiar el capital con fondos propios en las EOF, debido a la identificación de socio y traba-jador en una sola persona y con la propia legisla-ción de las EOF, en el caso español, que regula restricciones a la captación de capital, por parte de socios capitalistas y con limitaciones a la transferibilidad de los títulos.

#### **4. Conclusiones**

La alternativa empresarial que caracte-riza a las empresas propiedad de sus trabajado-res representa un modelo de negocio, regulado en España, que ha demostrado su eficacia en el mantenimiento o menor destrucción de empleo frente a las adversas consecuencias económi-cas de la crisis y, dicho comportamiento ha sido el detonante para el renovado interés mostrado por parte de la literatura económica.

En Europa este modelo empresarial si-gue sin definirse, a pesar de haberse constituido en un objetivo preferente de la política europea. La comparación entre las empresas propiedad de los trabajadores (reguladas por la Ley de 1997) y las empresas capitalistas convenciona-les (reguladas por la Ley de 2010) que se realiza en este estudio, no presenta resultados decisivos que nos permitan alcanzar nuestro objetivo ini-cial de exportar el modelo de sociedad laboral español al ámbito europeo.

No obstante lo anterior, conviene re-saltar que las EOF presentan un buen de-

sempño económico, si tenemos en cuenta la diferente función objetivo que las distingue de las NEOF derivado precisamente de la dife-rente estructura de la propiedad del capital.

Sin embargo, los resultados empeoran si analizamos la rentabilidad y la productivi-dad; en este último caso, resultados que difie-ren de los fundamentos teóricos que conside-ran que el diferente papel que juega el factor trabajo en unas y otras empresas se despren-den las principales diferencias observándose que la doble condición del socio-trabajador en las EOF implica la identificación entre empre-sa y trabajador lo cual debería redundar en un aumento de la productividad.

También sorprenden los resultados ha-llados en cuanto a las diferencias relacionadas con la propia estructura financiera, puesto que no revelan diferencias significativas en sol-vencia y endeudamiento, a pesar de los postu-lados de la teoría tradicional que observa una falta de motivación para financiar el capital con fondos propios en las EOF, debido a la identificación de socio y trabajador en una sola persona y con la propia legislación de las EOF que, en el caso español, regula restriccio-nes a la captación de capital por parte de so-cios capitalistas y limitaciones a la transferibi-lidad de los títulos.

Por tanto, los resultados del análisis no evidencian de forma empírica los efectos po-sitivos que se presuponían a las EOF, no sien-do determinantes para hacer una recomenda-ción regulatoria a nivel supranacional, aunque encontrándose motivos suficientes para am-pliar el estudio al análisis comparado de otros sujetos con regulación legal propia e, incluso, al análisis comparado de otras formas regula-torias existentes en otros Estados miembros de la Unión Europea.

## **Bibliografía citada**

- Aghion, Philippe y Tirole, Jean (1997). "Formal and Real Authority in Organizations", **Journal of Political Economy**, Vol. 105, N° 1. Pp. 1-29.
- Alchian, Armen y Demsetz, Harold (1972). "Production, Information Costs and Economic Organization", **American Economic Review**, Vol. 62, N° 5, Pp. 777-795.
- Barlett, Will; Cable, John; Estrin, Saul; Derek, Jones y Smith, Stephen (2003). "Las cooperativas autogestionadas por los trabajadores y las empresas privadas al norte de Italia". En: Morales, Alfonso Carlos; Monzón, José Luis y Chaves Rafael **Análisis Económico de la Empresa Autogestionada**. Valencia, CIEC-España.
- Batt, Rosemary y Applebaum, Eileen (1995). "Worker Participation in Diverse Settings: Does the Form Affect the Outcome, and If so, Who Benefits" **British Journal of Industrial Relations**, Vol. 33, N° 3. Pp. 353-378.
- Bonin, John P.; Jones, Dereck C. y Putterman, Louis (1993). "Theoretical and Empirical Studies of Producers Co-operatives: Hill the Twain Meet" **Journal of Economic Literature**, Vol. 31. Pp.1290-1320.
- Cahill, Noel (2000). "Profit Sharing, Employee Share Ownership and Gainsharing: What can they Achieve?" **NESC (National Economic and Social Council). Research Series Paper**, N° 4, Disponible en: <[http://www.taoiseach.gov.ie/attached\\_files/Pdf%20files/NESCResearchSeries4.pdf](http://www.taoiseach.gov.ie/attached_files/Pdf%20files/NESCResearchSeries4.pdf)>.
- Clark, Thomas (1984). "Alternative models of cooperative production". **Economic and Industrial Democracy**, Vol. 5. Pp. 97-129.
- Domar, Evsey (1966). "The Soviet Collective Farm as a Producer Cooperative". **American Economic Review**, Vol. 56. Pp. 737-757.
- European Economic and Social Committee (2009). **Opinion on "Different types of business"**. INT/447, CESE 1454/2009, Brusels, 1th october.
- European Comission (2002). European Parliament Resolution relating to the Commission communication to the Council, the Parliament, the Social and Economic Committee and the Regional Committee regarding a framework for the financial participation of employees (COM(2002).364–(2002/2243(INI)).
- Fernández-Guadaño, Josefina (2012). "Desempeño de las empresas propiedad de sus trabajadores: ¿un modelo de gobierno corporativo laboral?" **INNOVAR Journal of Administrative and Social Sciences**, Vol. 22, N° 43. Pp. 33-43.
- Fernández-Guadaño, Josefina (2009). "Analysis of the economic differences between capitalist and labour-owned enterprises". **International Journal of Social Economics**, Vol. 36, N° 6. Pp. 679-691.
- Fernie, Sue. y Metcalf, David (1995). "Participation, Contingent Pay, Representation and Workplace Performance: Evidence from Great Britain", **British Journal of Industrial Relations**, Vol. 33, N° 3. Pp. 279-315.
- Jensen, Michael y Meckling, Willian (1979). "Rights and production functions: an application to labour-managed firms and co-determination", **Journal of Business**, Vol. 52, N° 4. Pp. 469-506.
- Kruse, Douglas y Blasi, Joseph (1997). "Employee Ownership, Employee Attitudes, and Firm Performance: A Review of the Evidence", Pp. 113-151. En: Lewin, G.; Michell, D.; Zaide, M. (eds) **The Human Resource Management**

- Handbook**, part I, Greenwich CT: JAI Press.
- Lejarriaga, Gustavo (2002). "Participación financiera de los trabajadores y creación de valor: una propuesta operativa de comportamiento con relación a los objetivos empresariales". **CIRIEC-España, Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa**, N° 40. Pp. 73-98.
- March, Isidre y Yagüe, Rosa María (2009). 'Desempeño en empresas de economía social. Un modelo para su medición', **CIRIEC-España, Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa**, N° 64, Pp. 105-131.
- Meade, James (1972). "The theory of labour-managed firms and profit-sharing". **Economic Journal**, Vol. 82. Pp. 402-428.
- Meade, James (2003). "La teoría de las empresas autogestionadas por los trabajadores y del reparto del beneficio", Pp. 291-328. En: Morales, Alfonso Carlos; Monzón, José Luis y Chaves Rafael (2003). **Análisis Económico de la Empresa Autogestionada**. CIRIEC. Valencia, España.
- Medina, Urbano; Correa, Alicia y González, Ana (2000). "Posición financiera de las entidades de Economía Social canarias". **Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa**, N° 36. Pp. 5-50.
- Melgarejo, Zuray; Arcelus, Francisco y Simon, Katrin (2007c). "Accounting for profitability: differences between capitalist and labour-owned enterprises". **International Journal of Social Economics**, Vol. 34, Pp. 485-501.
- Melgarejo, Zuray; Arcelus, Francisco y Simon, Katrin (2007b). "Desempeño económico: diferencias de pequeñas empresas clasificadas según la estructura de la propiedad del capital". **REVESCO. Revista de Estudios Cooperativos**, N° 93, Tercer cuatrimestre de 2007. Disponible en Internet: <http://www.ucm.es/info/revesco>. Fecha de consulta: 1 de junio de 2008.
- Melgarejo, Zuray; Arcelus, Francisco y Simon, Katrin (2007c). "Una evaluación crítica del potencial de supervivencia de las Sociedades Laborales". **CIRIEC-España. Revista de Economía Pública, Social y Cooperativa**, N° 59. Pp. 181-202.
- Morales, Alfonso Carlos; Monzón, José Luis y Chaves Rafael (2003). **Análisis Económico de la Empresa Autogestionada**. CIRIEC. Valencia, España.
- Ireland, Norman (1987) "The Economic Analysis of Labour Management Firms". **Bulletin of Economic Research**, N° 39. Pp. 249-272.
- Oyer, Paul (2004). "Why Do Firms Use Incentives that Have no Incentive Effects?"; **Journal of Finance**, Vol. 59, N° 4, pp. 1619-1641.
- Perotin, Virginie y Robinson, Andrew (2003). Employee participation of Profit and Ownership: A Review of Issues and Evidence. Luxemburg: European Parliament.
- Prychitko, David and Vanek, Jaroslav (1996). **Producer cooperatives and Labor-Managed Systems**, Edward Elgar Publishers: Cheltenham.
- Poutsma, Erik; Kalmi, Panu y Pendleton, Andrew (2006). "The Relationship between Financial Participation and Other Forms of Employee Participation: New Survey Evidence from Europe", **Economic and Industrial Democracy**, Vol. 27, N° 4. Pp. 637-667.
- Poutsma, Erik (2001). **Recent Trends in Employee Financial Participation in the European Union**, Dublin: European Foundation for the Improvement of Living and Working Conditions.

- Uvalic, Milica (2004). "La participación financiera de los trabajadores en la Unión Europea", **Ekonomiaz**, N° 33. Pp. 64-77.
- Van Den Bulcke, Francine (1999). "Company perspective on Financial Participation in the European Union Objectives and Obstacles". **Research Centre for Financial Participation**, Pp. 55. Disponible en: [http://ec.europa.eu/employment\\_social/labour\\_law/docs/finpartobjobs\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/employment_social/labour_law/docs/finpartobjobs_en.pdf).
- Ward, Benjamin (1958). "The firm in Illyria: market syndicalism". **American Economic Review**, Vol. 48, N° 4. Pp. 566-589.
- Weitzman, Martin y Kruse, Douglas (1990). "Profit Sharing and Productivity", En: Blinder, Alan (ed) **Paying for Productivity: A Look at the Evidence**, pp. 95-141, Washington: Brookings.
- Williamson, Oliver (1975) **Markets and Hierarchies: analysis and antitrust implications**. New York, Free Press.
- Zevi, Alberto (1982) "The performance of Italian Producer Cooperatives". En: Jones, Derek. y Svejnar, Jan (eds) **Participatory and self-managed firms**, Lexington, Lexington Books.