



Documento de trabajo
SEMINARIO PERMANENTE DE CIENCIAS SOCIALES

**INFLUENCIA DE LOS STAKEHOLDERS EN LAS
PROBABILIDADES DE FRACASO EMPRESARIAL. UNA
PERSPECTIVA CONTABLE**

Alba M^a Priego-de la Cruz
Montserrat Manzaneque-Lizano
Regino Banegas-Ochovo

SPCS Documento de trabajo 2011/12
<http://www.uclm.es/CU/csociales/DocumentosTrabajo>

© de los textos: sus autores.

© de la edición: Facultad de Ciencias Sociales de Cuenca.

Autores:

Alba M^a Priego de la Cruz

AlbaMaria.Priego@uclm.es

Montserrat Manzaneque Lizano

Montserrat.MLizano@uclm.es

Regino Banegas Ochovo

Regino.Banegas@uclm.es

Edita:

Facultad de Ciencias Sociales de Cuenca

Seminario Permanente de Ciencias Sociales

Codirectora: Silvia Valmaña Ochaíta

Codirectora: María Cordente Rodríguez

Secretaria: Pilar Domínguez Martínez

Avda. de los Alfares, 44

16.071–CUENCA

Teléfono (+34) 902 204 100

Fax (+34) 902 204 130

<http://www.uclm.es/CU/csociales/DocumentosTrabajo>

I.S.S.N.: 1887-3464 (ed. CD-ROM) 1988-1118 (ed. en línea).

D.L.: CU-532-2005

Impreso en España – Printed in Spain.

INFLUENCIA DE LOS STAKEHOLDERS EN LAS PROBABILIDADES DE FRACASO EMPRESARIAL. UNA PERSPECTIVA CONTABLE

Alba M^a Priego-de la Cruz¹, Montserrat Manzaneque-Lizano y Regino Banegas-Ochovo

Departamento de Administración de Empresas, Universidad de Castilla-La Mancha

RESUMEN

Partiendo de los planteamientos teóricos de la Teoría de la Agencia, Teoría de la dependencia de los recursos y Teoría de los Stakeholders este trabajo pretende contribuir al análisis de los factores que inciden en el riesgo empresarial, a través del estudio de la influencia que los grupos de interés o stakeholders ejercen sobre la empresa.

A este respecto, se ha seleccionado una muestra de 1.724 PYMES españolas, que se ha desagregado en empresas fracasadas y no fracasadas, a lo largo del periodo 2006-2008, sobre la cual se han realizado contrastes estadísticos de diferencia de medias y modelos de predicción logística binaria.

En relación con los resultados alcanzados, cabe destacar que, en una alta probabilidad, el riesgo de insolvencia de la empresa depende de los stakeholders, siendo, de vital relevancia, para su supervivencia, vigilar el nivel de dependencia existente con los mismos, especialmente, en los momentos de crisis económica-financiera.

Palabras clave: stakeholders, riesgo empresarial, modelos de regresión logística binaria.

Indicadores JEL: G01, G33.

¹ AlbaMaria.Priego@uclm.es

ABSTRACT

Based on the theoretical approaches of Agency Theory, Theory of Resource Dependency and Stakeholder Theory this paper seeks to contribute to the analysis of factors affecting business risk through the study of the stakeholders' influence on the company.

In this regard, we selected a sample of 1,724 Spanish SMEs, which has been broken down into failed companies and failed, over the period 2006-2008, on which statistical tests were made of mean difference and prediction models of binary logistic regression.

In relation to the results achieved, it is noteworthy that, in a high probability, the risk of insolvency of the company depends on the stakeholders, being of vital importance to their survival, monitoring the level of dependence of the same, especially in times of economic and financial crisis.

Key words: stakeholders, business risks, binary logistic regression models.

JEL-codes: G01, G33.

1. INTRODUCCIÓN

El análisis descriptivo del fracaso empresarial y el desarrollo de modelos estadísticos de predicción, basados en información contable económico-financiera de la empresa, podrían aplicarse a diversos fines, sirviendo como herramienta útil para la toma de decisiones de sus usuarios. De este modo, los factores que pueden condicionar las acciones a desarrollar por las empresas en situaciones de fracaso serán considerados por los agentes económicos, relacionados con ella, para adoptar sus decisiones económico-financieras. En este ámbito, la influencia de los diferentes agentes relacionados con la empresa o “*stakeholders*”, constituye un aspecto fundamental a tener en cuenta, puesto que la supervivencia futura de la empresa puede estar condicionada al comportamiento de los mismos.

En este sentido, este trabajo pretende ofrecer una visión diferente sobre los procesos de fracaso empresarial, haciendo especial hincapié en la información que los ratios contables, representativos de la relación de los diferentes stakeholders con la empresa, contienen y su relación con las probabilidades de fracaso.

En relación con lo antedicho, el artículo queda dividido de la siguiente manera; en primer lugar, se lleva a cabo una revisión de la literatura previa sobre la base de los planteamientos teóricos de la Teoría de la Agencia, la Teoría de la Dependencia de los Recursos y la Teoría de los Stakeholders; en segundo lugar este trabajo trata de constatar si determinadas variables de tipo económico y financiero, constituidas mediante ratios, son representativas del comportamiento de los diferentes stakeholders e inciden o no en las probabilidades de fracaso de la empresa.

Para ello se ha tomado una muestra de PYMES españolas sobre la que se han realizado contrastes estadísticos de diferencias de medias entre dos muestras de empresas, denominadas fracasadas y no fracasadas, y se han planteado modelos de predicción logística binaria a fin de revelar la capacidad de estos ratios para discernir comportamientos entre unas y otras.

2. REVISIÓN DE LA LITERATURA PREVIA Y PLANTEAMIENTOS DE HIPOTESIS

La consecución del objetivo de supervivencia empresarial se encuentra sometido a la existencia de diversos grupos relacionados con la empresa (accionistas, directivos, trabajadores, clientes, proveedores, entidades financieras, sindicatos, consumidores, estado, etc.) cuyos intereses y objetivos difieren entre sí.

Esta situación es más evidente en procesos de crisis empresarial dónde la supervivencia de la propia empresa depende, entre otros aspectos, de los acuerdos y cesiones que se produzcan entre todos los grupos implicados, siendo aquéllos, con mayor capacidad y poder de negociación, los que acabarán instaurando sus condiciones frente al resto.

De hecho, ante situaciones de crisis económico-financiera, como en la que se está inmersa, muchas empresas se ven obligadas a negociar con sus grupos de interés, a

fin de lograr su supervivencia en el futuro. En este contexto, se intensifican los incentivos de los grupos de interés o stakeholders para actuar en beneficio propio, generando conductas no cooperativas que afectarán negativamente a las posibilidades de recuperación de las empresas en dificultades, más aún, a medida que se profundiza en esta situación de crisis (Fernández, 2001). Cabe mencionar, por ejemplo, el estrangulamiento crediticio llevado a cabo por las entidades financieras sobre el tejido empresarial durante los últimos años, actuación que ha paralizado la realización de inversiones rentables, ha lastrado las posibilidades de recuperación de las empresas en dificultades y ha frustrado el crecimiento de la economía en general.

De cualquier forma, la dependencia mutua entre la empresa y los diferentes grupos de interés implica determinados conflictos que vienen derivados de los efectos positivos y negativos que los procesos y actuaciones de las corporaciones empresariales y de los propios stakeholders infringen unos sobre otros.

Estos comportamientos se han puesto de manifiesto en numerosos planteamientos teóricos. Desde la *Teoría de la Agencia*, que trata acerca de las relaciones entre los diferentes grupos de interés y el control de los conflictos que puedan surgir entre ellos, pasando por la *Teoría de la Dependencia de los Recursos*, cuyos postulados ponen de manifiesto la dependencia de la empresa respecto al entorno que la rodea, hasta la *Teoría de los Stakeholders*, orientada a la identificación y satisfacción de los intereses de los grupos más relevantes como medida para garantizar la supervivencia empresarial.

2.1. La Teoría de la Agencia

Parte de la base de que los colectivos relacionados con la empresa, y que podrían influir en los objetivos de la misma, se mueven sobre todo por el fin de poder maximizar sus utilidades personales o individuales (Rodríguez, 1999) que habitualmente son divergentes y, por tanto, conflictivas (Jensen, 1993). Han sido múltiples los autores que han contribuido al desarrollo de la Teoría de la Agencia, entre otros, cabe destacar los trabajos de: Coase (1937); Simon (1951); Hendricksen (1974); Jensen y Meckling (1976); Baiman (1984); Barnea et al. (1985); Perrow, (1986); Eisenhardt (1989); Walker (1989); Persson y Tabellini (1990), Laffont y Tirole (1998) y Dixit (1999), etc.

Bajo esta perspectiva, las ineficiencias que se producen en la desviación de intereses entre los diferentes individuos constituyen los fundamentos para la definición de las **“relaciones de agencia”** (Baumol, 1959; Williamson, 1964 y Jensen y Meckling, 1976), entendidas como las que se producen cuando una parte, llamada principal (que ostenta el poder o la propiedad del bien), confía a otra, denominada agente (designado por el principal para realizar las acciones de su interés), la realización de una actividad, lo que implica cierto grado de delegación de autoridad en la toma de decisiones, con el fin de obtener, como contrapartida, una determinada compensación (Jensen y Meckling, 1976).

No obstante, la relación de agencia se puede vulnerar en cualquier situación de cooperación en la que se den divergencia de intereses entre el principal y el agente, provocando “la formación de actuaciones oportunistas o conflictos” (Vendrell, 2007) a los que se denomina **“problemas de agencia”**.

A este respecto, en las décadas de los años 70 y 80 Jensen y Meckling (1976), Fama (1980) y Arrow (1991) indican que existen razones sólidas para pensar que el agente no actuará, en la mayoría de las ocasiones, en el sentido deseado por el principal, especialmente, cuando ello suponga un elevado sacrificio y esfuerzo por parte del mismo, surgiendo de ese modo los antedichos problemas de agencia. A este efecto, se producirá un incremento en la riqueza de uno de los individuos (agente o principal) a costa de la disminución en la del otro (principal o agente) (Vendrell, 2007).

Asimismo, se identifican dos tipos de problemas de agencia particulares: la incertidumbre o la información asimétrica (Bebczuk, 2000) que poseen los interesados y la **“divergencia de intereses”** entre el principal y el agente, denominado conflicto de intereses y, por ende, de objetivos entre las partes (Jensen y Meckling, 1976).

a) **La incertidumbre o la información asimétrica** describe aquella situación en la que el agente puede actuar según su propio interés y, por tanto, en contra de lo dictaminado por el principal, como consecuencia de la falta de información de éste en relación con las labores desempeñadas por el agente contratado.

A este respecto, el problema de desinformación del principal puede adoptar dos tipos de asimetrías informativas que posibilitan la aparición de comportamientos oportunistas:

- *Selección adversa o información oculta (adverse selection)*: aparece cuando una de las partes tiene mayor información relevante para la realización del acuerdo que la otra, antes de la formalización del mismo (Oriol, 2007). En esta línea de pensamiento, Walker (1989, pp. 433) corrobora todo lo antedicho, expresando que “un problema de selección adversa surge cuando un agente tiene acceso a información previamente a la elección de su acción la cual no puede ser observada por el principal”.

- *Riesgo moral (Moral Hazard)*: se denomina así a las posibles acciones que una parte puede desarrollar con posterioridad a la realización del contrato y que, no siendo directamente observables por la otra parte, pueden ir contra los intereses de ésta (Barney y Ouchi, 1986). En este sentido, Walker (1989, pp. 433) indica que un problema de riesgo moral “surge cuando el principal no puede observar la acción elegida por el agente y cuando el ranking de preferencias de ambos sobre un conjunto de alternativas de acción divergen”.

b) La divergencia de intereses entre el principal y el agente, denominado conflicto de intereses y, por ende, de objetivos entre las partes (Jensen y Meckling, 1976).

En este sentido, se produce un conflicto de interés cuando se consigue la satisfacción de los intereses de un grupo o individuo, a cambio del perjuicio de otro interviniente en la relación.

A estos efectos, Cuervo (2004) manifiesta que algunos de los conflictos de intereses que pueden surgir dentro de la organización son los ocurridos entre: a) accionistas y directivos; b) trabajadores y accionistas; c) accionistas de referencia y minoritarios; y, d) auditoría, consultoría y otros.

A estos cabría añadir otras relaciones que se han ido poniendo de manifiesto en diversos estudios. Así pues, Iborra et al. (2009) sostienen que pueden existir diversos tipos de relaciones de agencia, como, por ejemplo; a) las

que se producen entre la empresa y sus clientes (Saiz y Manzanedo, 1998); b) entre la empresa y sus proveedores (Saiz y Manzanedo, 1998); y b) entre empresa y acreedores financieros (Jensen y Meckling, 1976) etc.

Así pues, la aparición de problemas de agencia propicia la necesidad de elaborar un sistema de incentivos, limitaciones y penalizaciones, con el fin de conseguir que los intereses de los agentes se orienten en el mismo sentido que los de los principales (Guitart, 2005). Sin embargo, éstas medidas hacen que se incurra en los denominados **costes de agencia** (Jensen y Meckling, 1976). Siguiendo las indicaciones de Vendrell (2007), se podría decir que, tanto en situaciones de conflicto de interés como de asimetría de la información, pueden aflorar los costes de agencia, lo que implica, a su vez, la influencia de ellos en las decisiones de la empresa y, por tanto, en su creación de valor.

En términos formales, los fundamentos de esta teoría se han ido constituyendo a lo largo del tiempo gracias a dos enfoques o corrientes de pensamiento diferenciadas (Eisenhardt, 1989, Jensen, 1993 y Gallardo, 2003):

- **La Teoría Positiva de la Agencia** es una teoría empírica (Álvarez, 2008), basada en el estudio de los escenarios en los que el principal y el agente poseen objetivos divergentes, centrándose en la búsqueda de mecanismos de gobierno que permitan resolver los problemas de agencia (Eisenhardt, 1989 y Álvarez, 2008).

- **La Teoría Principal-Agente**, a diferencia de la anterior, es una teoría normativa, limitándose a determinar cuál es el contrato más eficiente, comportamiento versus resultados, para dirigir la relación entre principal y agente, en función de las situaciones en las que se encuentre la empresa (Eisenhardt, 1989). En este sentido, el principal tendrá que escoger entre dos alternativas basadas en la realización del mejor contrato, asumiendo que el agente es más adverso al riesgo que el principal.

De modo general, cabe destacar que, la utilización conjunta de ambas teorías permite perfeccionar el conocimiento sobre la empresa y su comportamiento, a fin de mejorar su ámbito externo e interno (Álvarez, 2008).

2.2. La Teoría de la Dependencia de los Recursos

La Teoría de la Dependencia de los Recursos (Resource Dependency Theory) identifica a las empresas como centros de actuación de actores con intereses particulares que demandan y ofertan recursos, los cuales son elementos claves para la consecución de los objetivos empresariales (Pfeffer y Salancik, 1978). En consecuencia, “la clave para que una organización funcione y sobreviva es su habilidad para adquirir y mantener recursos” (Pfeffer y Salancik, 1978). En definitiva, esta teoría trata acerca de la toma de decisiones organizacionales que realiza la empresa según el entorno que la rodea (Straub et al., 2008), destacando a su vez la dependencia que existe hacia el mismo, ya que es el proveedor de todos los recursos necesarios para garantizar su supervivencia en el tiempo (Pedrosa, 2009).

En este sentido, la dependencia que se crea entre la empresa y su entorno hace necesario el desarrollo de alianzas con él, a fin de reducir la existencia de incertidumbre que afecte al logro de sus propios objetivos empresariales.

Por este motivo, las empresas proponen objetivos frente al control de los recursos, a fin de minimizar su dependencia hacia otros agentes o stakeholders, pero también intentan incrementar la dependencia de éstos para con la empresa (Birkinshaw et al., 2001, Teng et al., 1995 y Grover et al., 1994).

Además, Jawahar y McLaughlin (2001) sostienen que las empresas deben prestar más atención y orientar sus objetivos hacia la satisfacción de las necesidades de los grupos de interés que posean un mayor control sobre determinados recursos críticos para su funcionamiento, puesto que jugarán una labor fundamental en su supervivencia. En consecuencia, cuanto mayor sea el poder alcanzado por un grupo o stakeholder, mayor será la probabilidad de que las empresas cumplan con sus intereses (Frooman, 1999 y Kassinis y Vafeas, 2006).

2.3. Teoría de los Stakeholders

Las organizaciones empresariales están formadas por numerosos grupos de interés cuyas relaciones dan lugar, en ocasiones, a la existencia de conflictos entre ellos, y que se derivan de los diferentes grados de poder que sustentan.

La principal aportación de la **Teoría de los Stakeholders** se fundamenta en la creencia de que “la misión esencial de la dirección consiste en satisfacer convenientemente a los diferentes grupos de stakeholders, con el fin de alcanzar una rentabilidad adecuada y un incremento aceptable de riqueza para la empresa a medio y largo plazo” (Lorca, 2003). Para ello, la empresa organizará sus recursos de tal manera que pueda contentar a la diversidad de grupos de interés con los que se relaciona (Donaldson y Preston, 1995; Pava y Krausz, 1997).

Las corrientes doctrinales que han conformado la teoría de los stakeholders pueden agruparse, en función de la perspectiva adoptada (Donaldson y Preston, 1995; Piñera et al., 2000; San José y Retolaza, 2008, y Toca, 2007), como sigue:

a) **La perspectiva descriptiva**, está centrada en el valor exclusivo de los intereses o las necesidades de cada uno de los grupos o stakeholders, y se orienta a la identificación y explicación de las relaciones que nacen entre éstos y la empresa (Toca, 2007).

b) **La perspectiva instrumental**, se centra en la identificación, entendimiento, integración y administración de la gestión de los grupos de interés de la empresa, según los derechos de los propietarios, y está fundamentada en la teoría de agencia clásica (Jones y Wicks, 1999; Smith, 2003). Esta perspectiva está orientada en la consecución del beneficio o del rendimiento de la empresa a largo plazo.

c) **La perspectiva normativa**, este enfoque estudia las relaciones que surgen entre los miembros de la empresa basándose en aspectos éticos, obligaciones morales y principios filosóficos, (Toca, 2007).

En términos generales, estos tres enfoques se orientan al logro de un equilibrio entre todos los stakeholders que forman la empresa, debido al cumplimiento de los intereses que posean por parte de la misma.

De todo ello, se deduce que los intereses de los diferentes stakeholders deben ser atendidos, ya que, si esto no sucede, la supervivencia de la empresa puede verse en peligro. En este sentido, las empresas deben intentar satisfacer las necesidades de todos los grupos de interés, mediante la toma de decisiones y estrategias orientadas a ese fin.

3. STAKEHOLDERS Y FRACASO EMPRESARIAL

3.1. Definición del concepto de grupo de interés o stakeholder

En un primer momento, la maximización del valor de la empresa para los accionistas, se había establecido como el principal objetivo empresarial. Esta concepción estaba sujeta a una serie de restricciones procedentes de la existencia de unos grupos de interés, que poseen objetivos diferentes entre sí. Es en este momento en el que aparece el concepto de grupos de interés, definido como aquellos “individuos o grupos de poder que poseen expectativas propias respecto de la actuación de la organización” (Suárez, 2007; pp. 3), y que, en terminología anglosajona, se conocen como “stakeholders” (Guerras y Navas, 2007; pp.82).

En este contexto, se ponen en cuestión los postulados de la teoría clásica, orientada a la satisfacción exclusiva del accionista o propietario, y se pone de manifiesto la importancia que adquiere para la organización la aportación de otros colectivos relacionados con la empresa o grupos de interés (Berle, 1931 y Dodd, 1932). Estas concepciones son reforzadas, con posterioridad, por la teoría del equilibrio de la organización de March y Simon (1961) y las aportaciones de Barnard (1938).

El término stakeholders sale a la luz en la Gran Depresión de 1929, cuándo las compañías General Electric y Johnson & Johnson comienzan a considerarlo como elemento significativo en la gestión empresarial (Preston, 1990 y Toca, 2007). A su vez, cabe destacar las investigaciones más relevantes que se llevan a cabo de esta nueva concepción de la organización empresarial:

a) En los años sesenta el Standford Research Institute es considerado pionero en estos ámbitos, definiendo dicho concepto como aquellos grupos o individuos de los que depende la organización, sin cuyo apoyo se pondría en peligro la supervivencia de la empresa (Vaca et al., 2007 y Toca, 2007).

b) En 1970 se empieza a reafirmar esta nueva concepción, avanzándose hacia un modelo de stakeholders, que considera a todos los grupos o individuos pertenecientes a la empresa a la hora de tomar las decisiones empresariales.

c) En 1984, Freeman publica “Strategic Management: A Stakeholder Approach”, documento en el que se define por primera vez el término

stakeholder como cualquier grupo o individuo que puede afectar o ser afectado por el logro de los objetivos de la empresa, que puede tener un sin fin de formas y clasificaciones y que, además, estará determinado en buena parte por las propias características y dimensiones de la organización.

A partir de este periodo el concepto empieza a tener mayor relevancia, subrayándose que los stakeholders “influyen en la administración de empresas y, por tanto, los directivos deben llevar a cabo una dirección” que considere, en todo momento, sus opiniones e intereses.

3.2. Clasificación de los stakeholders

La clasificación de los stakeholders es fundamental cuando se quiere realizar un análisis o evaluación de la situación económico-financiera de la empresa, dado que facilita una identificación de quiénes representan amenazas potenciales y cuáles pueden cooperar, facilitando la realización de predicciones sobre las conductas de los mismos (Toca, 2007).

En este sentido, cabe destacar la existencia de las clasificaciones de stakeholders:

a) Clasificación de los stakeholders o grupos de interés realizada en función de la característica *importancia*, hace referencia a dos agrupaciones de individuos, denominados (Freeman, 1984):

- Primarios o contractuales: son aquellos grupos de interés primordiales para la supervivencia y armonía de la organización. Se podría argumentar que, sin la incesante participación de estos grupos, la empresa no sería capaz de continuar su actividad productiva, llegando incluso a influir sobre las posibilidades de supervivencia de la misma, (Clarkson, 1995; Savage, 1991; Hill & Jones, 1992 y Näsi, 1995).

- Secundarios o difusos: son los grupos de interés con los que opera la organización, pero que no son esenciales para la supervivencia empresarial, siendo su influencia sobre la misma menos relevante (Guerras y Navas, 2007).

b) Clasificación de los stakeholders o grupos de interés en función de su **ubicación** respecto de la organización, diferenciando entre (Brugha y Varvasovszky, 2000; Lozano et al. 2004; y Guerras y Navas, 2007):

- Grupos de interés internos: son aquellos que se encuentran y operan dentro de los límites de la estructura de la organización, manteniendo relaciones formales y más directas que los grupos externos.

- Grupos de interés externos: son aquellos que no pertenecen a la estructura interna de la organización, pero están interesados en su funcionamiento y en la competitividad de la misma. Este grupo comprende los clientes, proveedores, entidades financieras, sindicatos, comunidad local, organizaciones sociales (ecologistas, asociaciones de consumidores, etc.) y el estado. Las actuaciones de estos grupos son menos formales que en el caso anterior.

c) Clasificación de los stakeholders o grupos de interés en función de la **participación** que detentan los stakeholders en la empresa, Guédez (2009) distingue cuatro niveles: los *partícipes*, los *relacionados sociales*, los *interlocutores* y los *afectados*.

d) Clasificación de los stakeholders o grupos de interés en función de la **relevancia**, propuesta por Mitchell et al. (1997) a partir de tres atributos: el poder, la urgencia y la legitimidad, los cuales ayudan a conocer con una gran precisión las expectativas de los stakeholders, determinando así la relevancia que las empresas otorgan a los mismos. Distinguiéndose la siguiente clasificación:

- Los stakeholders o grupos de interés latentes, son aquellos que solamente poseen una única característica del modelo de Mitchell et al. (1997), estando formados por: stakeholders adormecidos, exigentes y discrecionales.

- Los stakeholders o grupos de interés expectantes, son aquellos que poseen dos de los tres atributos, englobando así: los stakeholders peligrosos, dominantes y dependientes.

- Los stakeholders o grupos de interés definitivos, son aquellos que poseen los tres atributos: poder, legitimidad y urgencia.

De este modo, la determinación de la relevancia de los grupos de interés queda explicada en el modelo de Mitchell et al. (1997), destacando que la posesión de más o menos atributos indica la mayor o menor importancia de cada grupo en la empresa.

e) Clasificación de los stakeholders o grupos de interés en función del **riesgo**. A este respecto, Clarkson (1995) establece dos categorías de grupos de interés:

- Grupos de interés *voluntarios*, los cuales se arriesgan en la organización, debido al volumen invertido en recursos dinerarios, humanos, materiales, etc.
- Grupos de interés *involuntarios*, son los que no invierten recursos en la empresa, pero se ven afectados por el riesgo de las actividades que se produzcan en la misma.

f) Clasificación de los stakeholders o grupos de interés en relación con la **fuerza** que ejercen sobre la empresa, distinguiendo entre (Pesqueux y Damak-Ayadi, 2004):

- Grupos de interés *institucionales*, son los que mantienen una dependencia con las leyes, las regulaciones, instituciones inter-organizacionales, etc.
- Grupos de interés *económicos*, caracterizados por trabajar en los mercados en los que se encuentra la empresa.
- Grupos de interés *éticos*: aquellos procedentes de grupos de presión políticos y éticos.

g) Clasificación de los stakeholders o grupos de interés en función de las **convicciones morales e intereses económicos**, destacando:

- Los grupos *sociales*: son agrupados por poseer preocupaciones que afectan a toda la sociedad.
- Los grupos de *negocios*: engloban a aquellos individuos que poseen inversiones en la empresa, y, por lo tanto, poseen un interés especial en la misma.

h) Clasificación de los stakeholders o grupos de interés en función de la **dimensión** (Carroll, 2000):

- *Grupos de interés esenciales*, individuos imprescindibles para la supervivencia y el mantenimiento de la empresa.

- *Grupos de interés estratégicos*, podrían dar lugar a un conjunto de amenazas y oportunidades en función de la situación en la que se encuentren

- *Grupos de interés ambientales*, incluidos en el ambiente de la empresa.

i) Clasificación de los stakeholders o grupos de interés en función de los intereses que se desarrollan en la empresa, pudiendo estar orientados hacia la cooperación con ésta o en sentido contrario, dirigidos a la amenaza empresarial (Savage et al., 1991). En este contexto se contemplan: grupos de intereses de apoyo; grupos de interés marginal; grupos de intereses no-apoyo; y, grupos de intereses mixtos.

3.3. Identificación de los intereses de los stakeholders en la empresa

Las relaciones que mantiene la empresa con los stakeholders son un activo intangible muy valioso, que ayudan a reforzar sus fortalezas respecto a los competidores existentes en el entorno, favoreciendo el progreso económico real (Álvarez, 1999) y, con ello, el incremento de la creación de valor en el largo plazo.

En este sentido, Clarke (1998) señala que, para que se consiga el éxito de las actividades desarrolladas en las empresas, es necesario conocer los intereses de los stakeholders y alinearlos con las estrategias empresariales, de tal manera que, contribuyan al mantenimiento de las mismas. Según Frooman (1999) y Brammer y Millington (2003), los grupos de interés poseen sus propios intereses, que, en ocasiones, pueden no coincidir con los de la empresa (propietarios), por cuyo motivo desarrollan distintas estrategias de influencia para conseguir la satisfacción de sus demandas.

Por ello, la empresa trata de desarrollar un proceso continuo y dinámico (Sharma, 2004) que permita adoptar una postura de integración y de buenas relaciones con sus grupos de interés (Clarkson, 1995; Jones y Wicks, 1999 y Hillman y Keim, 2001), y así poder integrar en su gestión las perspectivas y características del complejo abanico de éstos (grupos de interés internos y externos) (Sharma, 2004).

Sin embargo, resulta complicado la consecución del cumplimiento de todas las necesidades de los stakeholders, debido a la incompatibilidad de objetivos e intereses que mantienen respecto a la empresa (Burgos et al., 2007). Por ello, la jerarquización de necesidades se hará en función del nivel de poder que posean los stakeholders sobre la empresa, de tal manera que un mayor nivel de poder se traduce en un mayor cumplimiento de sus expectativas e intereses (Frooman, 1999).

En consecuencia, si los stakeholders observan que la empresa orienta su actitud, objetivos, política y prioridades hacia el cumplimiento de sus demandas, su nivel de satisfacción (Polonsky, 1995), confianza y compromiso crecerá razonablemente (Burgos et al., 2007).

3.4. Reconocimiento de las relaciones entre los diferentes stakeholders ante situaciones de fracaso empresarial

El análisis de la influencia que los stakeholders pueden ejercer sobre las empresas fracasadas pasa, no solo por definir los diferentes stakeholders, sino también por plantear los intereses y conflictos comunes, y las relaciones que éstos pueden establecer a fin de entender, posteriormente, los posibles comportamientos que pudieran desarrollar.

En la actualidad, la incertidumbre, la inseguridad y las características de la economía producen una serie de tensiones en las relaciones empresariales, que promueven conflictos de intereses entre los stakeholders existentes en las empresas, dando como resultado la dificultad de consecución de los objetivos organizacionales.

En este sentido, cabe destacar que las relaciones entre la empresa y sus stakeholders son bidireccionales y, en consecuencia, los conflictos de intereses que pueden surgir entre unos y otros han de observarse en ambas direcciones. Esto puede incrementar los problemas económicos y financieros, pudiendo de esa manera afectar a la supervivencia empresarial. En este sentido, el **fracaso empresarial** y el **riesgo empresarial** deben ser contemplados desde un punto de *vista inter-relacional y de interdependencia* entre los diversos stakeholders que forman las empresas.

En relación con el concepto de fracaso empresarial, no se observa un acuerdo total en cuanto a denominación y contenido del término fracaso empresarial, así como

sobre los distintos estadios o niveles que puede presentar (Banegas et al., 2006; García, 2009), aunque si bien es cierto, se ha venido asimilando a la insolvencia o quiebra técnica de una empresa (Altman, 1981). Así pues, se puede decir que la dificultad de este análisis estriba en el hecho de que no existe una definición de este concepto concreto que recoge el término “fracaso empresarial”, de qué se entiende por tal y cómo se puede medir.

En base a estas consideraciones, se han desarrollado multitud de subrogados de fracaso que han sido utilizados por la doctrina existente, aunque ninguno de aceptación general.

Un repaso de las diferentes situaciones de fracaso se puede ver en Martín (1986, pp. 26), que distingue entre:

a) Fracaso según criterios económicos, donde la rentabilidad del capital invertido es inferior a la obtenida en otras inversiones alternativas, o bien, los ingresos no son suficientes para cubrir los costes, o la rentabilidad media de la inversión se sitúa por debajo del coste del capital de la empresa.

b) Fracaso mercantil: Negocios o empresas que dejan de funcionar por mandato o quiebra; ejecuciones, juicios hipotecarios o embargos; pérdidas para los acreedores; los que se retiran voluntariamente sin pagar sus obligaciones; los que se ven involucrados en acciones judiciales tales como intervenciones, reorganizaciones o acuerdos o los que llegan voluntariamente a un acuerdo con los acreedores.

c) Insolvencia técnica: Coincide con problemas de falta de liquidez.

d) Insolvencia definitiva: Existencia de un patrimonio neto negativo.

En concreto, las diferentes concepciones del “fracaso empresarial” pueden agruparse en tres bloques (Manzaneque, 2006):

a) **Fracaso económico:** incluye aquella situación en la que la rentabilidad de las inversiones es inferior a la que se podría obtener a través de otras similares (Altman 1988 y 1993) o cuando los ingresos no son suficientes para cubrir los gastos (Downes, 1991; Gazengel y Thomas, 1992).

b) ***Fracaso Financiero o*** insolvencia técnica: hace referencia a la incapacidad de la empresa para hacer frente a sus obligaciones de pago en los momentos acordados o convenidos, generando, con ello, tensiones de liquidez y desajustes de tesorería que pueden provocar desequilibrios en su estructura económica y/o financiera (Gazengel y Thomas, 1992). Es necesario, por tanto, considerar la capacidad de generación de liquidez de la empresa y no quedarnos simplemente con su capacidad liquidatoria. En este sentido, los autores Jiménez et al., (2000) contemplan este tipo de fracaso con la denominación de “Crisis financiera”, destacando tres formas de manifestación en base al grado de avance de la misma: a) crisis de tesorería: Producida por desajustes entre la corriente de cobros y pagos; b) falta de liquidez: Derivada de problemas estructurales económicos y financieros; y c) insolvencia: Incapacidad para atender los compromisos de pago a largo plazo, como consecuencia de dificultades en la generación de fondos.

c) ***Fracaso legal:*** alude a las situaciones reguladas de insolvencia, en el caso español y desde 2004, por la Ley Concursal 22/2003. Gazengel y Thomas (1992) lo denominan fracaso jurídico, caracterizándolo como la sanción legal del fracaso financiero que sitúa a la empresa bajo el control de la justicia.

Ante estas circunstancias de fracaso empresarial, es importante identificar las relaciones que pueden darse entre los diferentes stakeholders y determinar cómo esto podría afectar a la supervivencia de la propia.

En este sentido, Pajunen (2006) indica que la dependencia existente, entre la empresa y sus grupos de interés, debe ser estudiada, considerando las relaciones surgidas entre ellos, ya que pueden afectar a la consecución de los objetivos empresariales e incluso a la supervivencia de las mismas. Así mismo, los autores, Mitroff (1983) y Jennings y Beaver (1995), señalan que el comportamiento de los grupos de interés puede servir de guía para la selección de la solución empresarial más efectiva.

Por tanto, “la supervivencia empresarial depende de los stakeholders como principales consumidores de los bienes y servicios que estas ofrecen, y como elementos clave en el proceso de generación de riqueza; por tanto, es de vital importancia para las empresas tener buenas relaciones con los diferentes grupos de interés y comprometerse con el desarrollo sostenible y todo lo que comprende, con el progreso de la sociedad y

fortalecimiento de la economía, de tal manera que se genere un ambiente competitivo, estable y adecuado para el alcance de los diversos intereses de los stakeholders y de las metas empresariales” (Suárez, 2007).

A su vez, cabe destacar que, ante circunstancias de fracaso empresarial, los stakeholders pueden desarrollar una actitud diferente frente a los problemas de la empresa, lo que, sin duda, dependerá no solo de los intereses que tengan en la misma, sino también del poder que puedan ejercer sobre ella. En este sentido, Johnson y Scholes (2001) definen el poder como el grado en el que los individuos o grupos son capaces de persuadir, inducir o coaccionar a otros para seguir determinadas conductas y, de acuerdo con sus expectativas, influir en las estrategias de la organización. De este modo, el poder que ejerzan los diferentes grupos de interés sobre la empresa determinará su grado de dependencia respecto a cada uno ellos.

En relación con lo antedicho, cabe destacar la dependencia existente entre los stakeholders y la empresa ante situaciones de fracaso empresarial:

1) Dependencia de clientes ante situaciones de fracaso empresarial.

Ante la percepción de potenciales problemas operativos de la empresa, el comportamiento de los clientes puede orientarse a intereses diferentes a los perseguidos en una situación económico-financiera saludable, destacando:

a) Búsqueda de empresas alternativas que mejoren las condiciones de oferta para la satisfacción de sus necesidades, especialmente en productos que requieran un servicio post-venta o cuyo suministro se realice a través de sistemas de cobro anticipado (Altman, 1984; Weiss, 1990; Opler y Titman, 1994). Esto se traducirá en una disminución del nivel de ventas

b) Un elevado volumen de crédito a clientes supone a su vez la asunción, por parte de la empresa, de un mayor riesgo de crédito, puesto que los problemas de insolvencia de aquéllos pueden agravar la propia situación de ésta, más aún si el volumen de crédito concedido es elevado.

c) Por último, se contempla la presión que pueden ejercer los clientes sobre la empresa a través de un alargamiento en los periodos de pago. En efecto,

las empresas que tengan poco poder frente a clientes se verán presionadas por éstos y obligadas a alargar sus periodos de cobro.

2) Dependencia de empleados ante situaciones de fracaso empresarial.

Los empleados aportan un flujo real para recibir a cambio un flujo monetario, y así cubrir sus necesidades básicas y el mantenimiento de cierto nivel de vida. Pero existe una variable que puede afectar negativamente a la percepción del flujo monetario, nos estamos refiriendo al riesgo de fracaso empresarial, ya que podría suceder que los trabajadores no recibieran sus compensaciones económicas (nóminas) debido a la inviabilidad económica de la empresa, que reduce la obtención de liquidez. En este sentido, las necesidades de los empleados variarían al encontrarse ante una situación económica normal y una de fracaso empresarial (Banegas et al., 2010), pudiendo producir las siguientes circunstancias:

a) Los empleados con habilidades abandonarán la empresa en crisis, dificultando la reestructuración (D'Aveni, 1989; Weiss, 1990; y Banker y Mone, 1994); y,

b) una mayor plantilla y de mayor antigüedad dificultará la reestructuración empresarial, puesto que originaría más costes de redimensionamiento laboral (Tomás et al., 2002), como consecuencia de la existencia de una relación directa entre el tamaño de la plantilla y el riesgo de insolvencia.

Conforme a estos planteamientos, se supone que, mayores gastos salariales por empleado, implican un mayor peso de la plantilla en la empresa, disminuyendo las probabilidades de reestructuración empresarial y, en consecuencia, un mayor riesgo de insolvencia empresarial.

3) Dependencia de propietario/s ante situaciones de fracaso empresarial.

Según Suárez (2007), este grupo de interés realizará acciones orientadas a mejorar y fortalecer aspectos económicos, sociales y del entorno para disminuir los impactos negativos en los stakeholders y así fomentar el incremento de su bienestar.

A su vez, los propietarios juegan un papel importante en el proceso de insolvencia, ya que pueden detraer riqueza a los acreedores, a través del desarrollo de determinadas acciones, como:

a) La aceptación de proyectos no rentables o con valor actual neto negativo de elevado riesgo (problemas de sobreinversión), habida cuenta que el resultado de los mismos será transferido a los acreedores.

b) El rechazo de proyectos rentables cuando no incrementan el riesgo de la empresa, dado que sus beneficios irían destinados a los acreedores (problemas de sub-inversión).

c) El pago de dividendos derivados de la contratación y adquisición de nueva deuda o la liquidación de activos (Franks, 1996 y Fernández, 2000).

En este sentido, las ventajas informativas de los propietarios de la empresa pueden generar desconfianza en el resto de acreedores, reduciendo las posibilidades de llegar a acuerdos de reestructuración e incrementando la probabilidad de liquidación empresarial.

4) Dependencia de proveedores ante situaciones de fracaso empresarial.

Ante situaciones de dificultad, este grupo suele ser el menos protegido en los acuerdos comerciales, por tanto tenderá a mostrar un comportamiento menos cooperativo, cuando la empresa manifieste signos de dificultad financiera, exigiendo con ello el pago adelantado para la realización del suministro habitual (Miller, 1977; Bowen et al., 1982). De esta forma, se destaca el elevado poder de negociación que poseen los proveedores, pudiendo ser traducido como un riesgo para la organización.

Asimismo, éste grupo de acreedores, es con el que resulta más difícil establecer negociaciones, pudiendo incidir negativamente en las posibilidades de reestructuración empresarial. Esta cuestión es atribuida al menor conocimiento que los proveedores detentan de la empresa en relación con otros stakeholders. En cualquier caso, es importante determinar el grado de dependencia de los proveedores, dado que el riesgo asumido, por la empresa respecto a éstos, está relacionado con la capacidad de negociación.

Por ello, se prevé que la suspensión del apoyo de proveedores se traduzca en:

a) Una reducción en el montante de compras a crédito.

b) O en una reducción de los periodos de pago y, en consecuencia, en un incremento de las dificultades financieras de la empresa.

5) Dependencia acreedores financieros ante situaciones de fracaso empresarial

Ante una situación de fracaso empresarial, pueden darse dos tipos de relaciones por parte de los acreedores financieros:

a) Se deduce una relación negativa entre la financiación bancaria (préstamos) y las posibilidades de supervivencia empresarial, puesto que las primeras gozan de ciertos privilegios frente al resto de los stakeholders y que habitualmente les otorgan prioridad en el cobro ante situaciones de fracaso empresarial.

b) Por otro lado, si prima el efecto proveniente de las barreras de salida y el riesgo moral, la relación entre la financiación bancaria y la supervivencia de la empresa se mostrará positiva, debido al apoyo que muestran los acreedores a empresas no viables económicamente por el simple hecho de no perder el capital invertido.

4. ANÁLISIS EMPÍRICO DEL COMPORTAMIENTO DE LOS STAKEHOLDERS ANTE PROCESOS DE FRACASO EMPRESARIAL

Una vez realizada la revisión de estudios previos sobre la materia que ocupa a este trabajo, en esta parte del mismo se lleva a cabo la evaluación empírica de la influencia de los stakeholders en el fracaso empresarial, a través del análisis de su comportamiento en empresas consideradas como sanas y fracasadas o sujetas a procesos que puedan poner en peligro su supervivencia futura.

4.1. Selección de la muestra de empresas a analizar

Para contrastar las hipótesis propuestas, se ha tomado una muestra de PYMES (pequeñas y medianas empresas) ubicadas en territorio español, selección que ha respondido al papel fundamental que, a nivel local, regional y nacional, poseen debido al mantenimiento intensivo de empleo, el consumo de materias primas de origen local o regional y su capacidad para impulsar la actividad empresarial y adaptarse a los medios en los que opera con cierta flexibilidad.

Asimismo, y dada la diversidad conceptual puesta de manifiesto, el concepto de fracaso empresarial utilizado en este trabajo de investigación ha sido el *legal* (Lopucki, 1983; Hong, 1983; Casey *et al.*, 1986; Pastena y Ruland, 1986; Keasey y Watson, 1987; Campbell, 1993, 1996; Barniv y Hathorn, 1997; Laffarga y Mora, 1998; Van Hemmen, 1998; Henríquez, 2000; Abad *et al.*, 2008), entendido éste como empresas en situación de concurso o en disolución. Ello se ha debido básicamente a dos factores, por un lado, a la comodidad y objetividad que aporta a la investigación, dado que se trata de un concepto bastante riguroso y no sometido a subjetividad por quedar suficientemente definido y, por otro, al importante interés que muestra, motivado por tratarse de una situación de máximo riesgo y perfectamente observable (Manzaneque, 2006).

En concreto, se han tomado las empresas que, a lo largo del año 2009 (n), se han visto envueltas en alguna de las circunstancias siguientes: *concurso de acreedores, extinción, disolución o inactivas*, a fin de recoger procesos que conducen a la liquidación a través de un proceso judicial (tres primeros casos) o acuerdos privados de liquidación, que por determinadas circunstancias (costes, requisitos legales, etc.) no se han acogido a los procedimientos legales que regulan estas circunstancias (último caso).

Seleccionada la muestra de empresas fracasadas, compuesta por un total de 862 empresas, se ha optado por emparejarlas con empresas sanas (activas), a fin de realizar posteriores contrastes que permitieran discernir comportamientos diferenciales entre unas y otras, en los años previos al fracaso. Siguiendo trabajos precedentes (Beaver 1966; Altman, 1968; Deakin, 1972; Blum, 1974; Dambolena y Khoury, 1980; Zavgren, 1985; Keasey y McGuinness, 1990; Barniv, 1990; Lizarraga, 1997; y, Ferrando y Blanco, 1998), los criterios de emparejamiento seleccionados han sido el tamaño de la

empresa, medido por el activo total, el sector y el número de empleados. De este modo, se ha obtenido una muestra total de 1.724 PYMES españolas.

La muestra seleccionada, en base a los criterios de fracaso ya definidos se ha obtenido de la base de datos SABI (Informa S. A.).

El análisis realizado se ha extendido a lo largo de los tres años anteriores al fracaso (n-1, n-2 y n-3), concretamente el período que abarca los años 2006, 2007 y 2008, práctica que se ha seguido ampliamente en el ámbito del análisis empírico del fracaso empresarial.

Una vez identificadas las empresas que cumplen estos criterios, se ha sometido la misma a un proceso de depuración que supone la eliminación de algunas de ellas por diversos motivos, de tal manera que, la muestra definitiva ha quedado constituida por 866 PYMES españolas.

4.2. Variables explicativas y planteamiento de las hipótesis de trabajo

En relación con las características de la información contable pública, obtenida de la base de datos SABI, se han tomado un conjunto de ratios económico-financieros que representan la relación de dependencia de la empresa respecto a los stakeholders.

De tal modo que, se ha utilizado la información contable extraída de las cuentas anuales para detectar las relaciones de dependencia existentes, a efectos de observar su posible influencia en la predicción de una futura situación de fracaso empresarial.

CUADRO 1: Variables explicativas del comportamiento de los stakeholders

Stakeholder	Dependencia	Variable	Abreviatura	Estudios previos
Clientes	Dependencia económica de clientes	Tasa de variación de los ingresos de explotación de la empresa/ Tasa de variación media de los ingresos de explotación del sector al que pertenece la empresa.	C1	(Altman, 1984)
	Dependencia financiera de clientes 1	(Volumen de clientes/Ingresos de explotación)/ media del sector del ratio (Volumen de clientes/Ingresos de explotación)	C2	García et al., (1995) y Lizárraga (1997)
	Dependencia financiera de clientes 2	Periodo medio de cobro a clientes _n	C3	Martínez (1996), Uceda (1999), Banegas et al (1998), González-Pascual (2001), López et al. (2008), Eslava (2008), Rivero (2009), Garrido e Íñiguez (2010)
Empleados	Dependencia de empleados	Gastos de personal de la empresa por empleado / gastos de personal por empleado medio del sector	E1	Goxens y Gay (2000)
Inversores o propietarios	Dependencia de propietarios	Fondos propios / Pasivo exigible total	I1	Van Hemmen (2000)
Proveedores	Dependencia financiera de proveedores 1	Proveedores comerciales / Compras de aprovisionamientos	P1	
	Dependencia financiera de proveedores 2	Periodo medio de pago a proveedores _n	P2	Martínez (1996), Banegas et al (1998), Uceda (1999), González-Pascual (2001 y 2003), (Muñoz (2004), López et al. (2008), Garrido e Íñiguez (2010)
Otros acreedores (Entidades financieras)	Dependencia de las entidades financieras 1	Gastos financieros /Recursos generados	A1	García et al. (1995), Lizárraga (1997), Van Hemmen (2000),Rodríguez (2001) y González-Pascual (2003)
	Dependencia de las entidades financieras 2	Gastos financieros/Pasivo exigible total	A2	Martínez et al. (1989),García et al. (1995), Gallego et al. (1997), Ferrando y Blanco (1998), Somoza (2001) y Gómez et al. (2008)

Fuente: Banegas, et al., (2010).

De esta forma se procede al análisis de cada una de ellas:

1) La dependencia de **clientes** se ha medido a través de tres variables: 1) La tasa de variación de los ingresos de explotación en relación con la de variación media del sector (Altman, 1984); 2) cuantía del crédito a clientes en relación con la media del sector; y, 3) el periodo medio de cobro a clientes, medido como las existencias medias de clientes divididas por el importe de ventas diario. Conforme a los planteamientos teóricos desarrollados previamente se proponen las siguientes hipótesis en relación con el comportamiento de los clientes ante situaciones de fracaso empresarial:

*H1: Una reducción del nivel de ventas por debajo de la media del sector incrementa el riesgo de insolvencia de la empresa (**Dependencia económica de clientes**).*

*H2: Un mayor volumen de clientes sobre ventas en relación con la media del sector incrementa el riesgo de insolvencia de la empresa (**Dependencia financiera de clientes 1**).*

*H3: Mayores periodos de cobro a clientes están relacionados con un mayor riesgo de insolvencia de la empresa (**Dependencia financiera de clientes 2**).*

2) Para medir la dependencia de **empleados** se ha utilizado una variable referenciada a los datos sectoriales. Concretamente se han tomado los gastos de personal de la empresa respecto a la media del sector, a fin de probar si la empresa tiene unos gastos de personal superiores a la media de éste y, en consecuencia, puede resultarle más difícil desarrollar un proceso de reestructuración. A estos efectos, se plantea la siguiente hipótesis:

*H4: Una mayor dependencia de empleados genera una superior probabilidad de liquidación de la empresa y, en consecuencia, un incremento del riesgo de insolvencia (**Dependencia de empleados**).*

3) La dependencia de **inversores o propietarios** es medida por el peso del patrimonio neto en el total de la estructura financiera de la empresa. Así pues, y en línea con los planteamientos teóricos previos, se espera que las empresas fracasadas experimenten una mayor dependencia de inversores o propietarios, puesto que, bajo esta circunstancia, se producen asimetrías informativas que conducen a los acreedores a

evitar los acuerdos de reestructuración. No obstante, la continuidad de la actividad empresarial suele ser el objetivo fundamental de las PYMES, contribuyendo esto a la toma de decisiones que no pongan en peligro dicha supervivencia. Por ello, se propone la siguiente hipótesis a contrastar:

*H5: Una mayor dependencia de inversores o propietarios está asociada a un menor riesgo de insolvencia de la empresa (**Dependencia de propietarios**).*

4) La dependencia de **proveedores** se ha medido a través de dos variables. La primera (P1) representa el volumen de deuda con proveedores con respecto a las compras del periodo, y, la segunda (P2), recoge el periodo medio de pago a proveedores, calculado como la deuda media con proveedores dividida por las compras diarias. Así pues, es de esperar que una reducción del crédito de proveedores y del periodo de pago a los mismos incremente el riesgo de insolvencia empresarial, de ahí que se hayan planteado las siguientes hipótesis:

*H6: Las empresas sujetas a un mayor riesgo de crédito se ven sometidas a reducciones en los créditos concedidos por los proveedores respecto a las compras del periodo (**Dependencia financiera de proveedores 1**).*

*H7: Las empresas sujetas a un mayor riesgo de crédito se ven sometidas a reducciones en sus periodos medios de pago a proveedores (**Dependencia financiera de proveedores 2**).*

5) En relación con la dependencia de los acreedores financieros se debe tener en cuenta que la información disponible en las PYMES, cuyo formato de cuentas anuales abreviado no contiene explícitamente datos relativos a la financiación bancaria. De tal manera que Van Hemmen (2000) realiza una aproximación a este problema desde la perspectiva del peso de los gastos financieros corrientes sobre los recursos generados. Así pues, argumenta que la reducción de gastos financieros en empresas que acaban sufriendo procesos de liquidación podría ser “reflejo y consecuencia del escaso crédito concedido por los bancos en las etapas anteriores a la entrada en el sistema concursal”. Siguiendo esta orientación, se prevé que las empresas insolventes experimenten un incremento de los gastos financieros sobre los recursos generados como consecuencia de la suspensión del apoyo de las entidades financieras a ésta (**Dependencia de las entidades financieras 1**). Asimismo, y a fin de completar la información de este ratio,

se ha incluido la relación entre los gastos financieros y el pasivo exigible total (**Dependencia de las entidades financieras 2**), planteando la hipótesis siguiente:

H8: Mayores gastos financieros sobre a) los recursos generados y b) pasivo exigible total son indicativos de la percepción de un superior riesgo de insolvencia por parte de las entidades financieras que exigen un incremento de la retribución por los recursos prestados (Dependencia de las entidades financieras).

A este fin se han desarrollado dos procedimientos estadísticos diferenciados, utilizando en ambos casos el programa SPSS (Statistical Package for Social Sciences) en su versión 17 en castellano.

4.3. Análisis empírico

La evaluación empírica de los stakeholders o grupos de interés en el fracaso empresarial es llevada a cabo de la siguiente manera:

a) En primer lugar, a fin de identificar las relaciones univariantes entre las variables objeto de estudio, se ha procedido a realizar un análisis estadístico descriptivo a través de la matriz de correlaciones y el análisis de los descriptivos estadísticos más significativos (media, varianza, mínimo, máximo, etc.).

b) En segundo lugar, la técnica estadística seleccionada para contrastar las hipótesis de partida ha sido el **análisis univariante de diferencia de medias** entre dos submuestras obtenidas de una misma población. Concretamente, una compuesta por las empresas consideradas como fracasadas y otra, por las empresas no fracasadas. Con ello, se pretende definir perfiles de comportamiento de los stakeholders en ambas situaciones.

Para evaluar el comportamiento de las variables seleccionadas en las empresas de ambas submuestras, se ha realizado un contraste de medias para dos submuestras independientes, es decir, un contraste de significación individual de cada variable, siendo el objetivo observar como contribuye, cada una de ellas, a explicar la variabilidad entre los dos grupos de empresas.

En primer lugar, se ha comprobado si los datos de la muestra de estudio se distribuyen o no como una normal, dado que ello influye en la elección de los test

estadísticos a utilizar para contrastar la existencia de diferencias significativas entre las empresas sanas y fracasadas.

El test de normalidad aplicado ha sido el de **Kolmogorov Smirnov**, que efectúa una comparación entre la función de la muestra y la función normal, calculando el valor absoluto de la máxima diferencia entre ellas. De los resultados obtenidos en nuestra muestra, se deduce un incumplimiento generalizado de la hipótesis de normalidad por parte de los ratios considerados, fenómeno que suele ocurrir con las variables procedentes de la contabilidad financiera (Manzaneque, 2006).

Una vez conocidas las características de normalidad de la muestra objeto de estudio, se ha procedido a aplicar las pruebas de contraste de diferencia de medias de los distintos grupos a través de pruebas paramétricas y no paramétricas respectivamente.

A este efecto, y en el caso de las pruebas no paramétricas, se ha decidido por la utilización del contraste **Mann-Whitney U**. Esta prueba es una excelente alternativa a la prueba t sobre la diferencia de medias, en el caso de incumplimiento de los supuestos de normalidad y homocedasticidad o cuando los datos que se poseen son ordinales (Pérez, 2009; Field, 2009; Martín et al., 2007; y Pardo y Ruiz, 2002).

Por otro lado, y con el fin de contar con pruebas suficientes para emitir las conclusiones, se ha optado por aplicar también la prueba paramétrica del **Test T de diferencia de medias para muestras independientes** (Pérez, 2009; Field, 2009; Martín et al., 2007; y Pardo y Ruiz, 2002).

c) En tercer lugar, a fin de evidenciar si los ratios empleados constituirían buenos predictores para anticipar situaciones futuras de fracaso empresarial, y con el objeto de observar el efecto conjunto que ellos pueden aportar, se ha desarrollado un **análisis multivariante** a través de la construcción de modelos de **regresión logística binaria**, dado que permite construir modelos de predicción de la insolvencia empresarial para los dos grupos definidos: fracasadas (0) y no fracasadas (1).

El modelo de regresión logística se aplica para obtener la probabilidad de que una empresa sobreviva en función del comportamiento de las variables independientes (Pérez, 2009; Field, 2009; Martín et al., 2007; y Pardo y Ruiz, 2002).

5. RESULTADOS

Tras aplicar los contrastes estadísticos antedichos los resultados obtenidos son los siguientes:

a) En relación con el **análisis de diferencia de medias** entre empresas fracasadas y no fracasadas los resultados se resumen en el cuadro 2.

CUADRO 2: Resultados del análisis univariante de las variables

No fracasadas					Fracasadas				Contrastes Significación	
Años	Media	Desv. Típ.	Mínimo	Máximo	Media	Desv. típ.	Mínimo	Máximo	Prueba T	U-Mann Whitney
C1 (Dependencia económica de clientes)										
2006	0,0608	0,49300	-3,68	2,82	0,0435	0,50946	-2,73	3,36	0,587	0,258
2007	-0,1429	0,56315	-3,88	2,26	-0,0167	0,50983	-2,54	2,87	0,217	0,004
2008	0,1078	0,78974	-4,92	5,05	0,3483	0,94426	-4,72	4,80	0,014	0,000
C2 (Dependencia financiera de clientes 1)										
2006	0,6069	0,62682	0,00	3,80	0,6309	0,59276	0,00	3,49	0,368	0,192
2007	0,6134	0,60053	0,00	3,19	0,7142	0,65881	0,00	4,02	0,191	0,008
2008	0,5692	0,59588	0,00	4,01	0,6513	0,74341	0,00	4,71	0,017	0,265
C3 (Dependencia financiera de clientes 2)										
2006	79,553	62,6729	0,00	502,51	83,3866	57,6460	0,00	304,50	0,397	0,173
2007	78,004	57,5132	0,00	328,69	87,1987	60,3384	0,00	334,90	0,917	0,023
2008	79,415	61,2085	0,00	403,03	84,8406	67,5767	0,00	441,15	0,166	0,436
E1 (Dependencia de empleados)										
2006	13,552	12,4915	0,22	86,20	19,3906	14,9059	1,03	78,75	0,000	0,000
2007	13,390	12,0087	0,21	68,18	18,7443	14,4580	0,68	78,36	0,000	0,000
2008	13,115	11,8192	0,21	69,86	17,3648	13,9331	0,00	75,32	0,001	0,000
II (Dependencia de propietarios)										
2006	0,3858	0,44653	-0,46	2,54	0,2614	0,32338	-0,35	1,89	0,000	0,000
2007	0,4026	0,47491	-0,73	3,57	0,2733	0,41631	-0,34	3,57	0,000	0,000
2008	0,5019	0,70714	-0,87	4,92	0,1838	0,53557	-0,69	3,53	0,000	0,000
P1 (Dependencia financiera de proveedores 1)										
2006	0,2332	0,10359	0,03	0,40	0,2905	0,19925	0,05	0,67	0,371	0,550
2007	0,1781	0,14125	0,00	0,41	0,2311	0,23237	0,00	0,75	0,023	0,713
2008	0,0087	0,04312	0,00	0,37	0,0016	0,01024	0,00	0,09	0,007	0,325
P2 (Dependencia financiera de proveedores 2)										
2006	84,436	41,2677	8,13	132,19	89,3840	56,2951	20,97	179,50	0,098	0,744
2007	80,436	29,7247	6,99	115,72	105,542	73,3903	24,98	243,53	0,001	0,712
2008	54,650	48,5515	0,00	141,97	64,5015	66,7405	0,00	242,26	0,513	0,844
A1 (Dependencia de las entidades financieras 1)										
2006	0,0053	,02946	0,00	0,48	0,0089	,01230	-0,16	0,07	0,021	0,746
2007	0,0066	,06927	-0,07	1,40	0,0113	,01334	-0,16	0,09	0,040	0,172
2008	0,0039	,02969	-0,25	0,28	0,0117	,06505	-0,51	0,23	0,026	0,258
A2 (Dependencia de las entidades financieras 2)										
2006	0,0017	0,00518	0,00	0,06	0,0026	0,00214	0,00	0,01	0,002	0,344
2007	0,0020	0,00515	0,00	0,07	0,0027	0,00237	0,00	0,02	0,009	0,989
2008	0,0030	0,00998	0,00	0,15	0,0037	0,00428	0,00	0,04	0,007	0,161

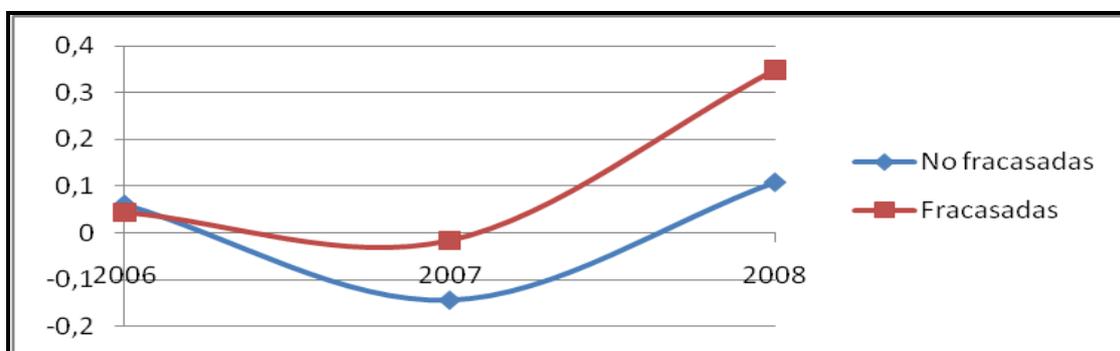
Fuente: elaboración propia.

Estos resultados permiten extraer los siguientes razonamientos respecto a las diferencias de medias observadas en el periodo 2006-2008:

Dependencia de clientes.

Los datos muestran un comportamiento diferenciado respecto a las empresas fracasadas y no fracasadas, especialmente significativo en los años 2007 y 2008. En términos generales, las empresas fracasadas experimentan tasas de incremento de sus niveles de ingresos de explotación muy por encima de la media del sector.

GRÁFICO1: Evolución de las tasas de variación de los ingresos de explotación en relación con la media del sector (C1)

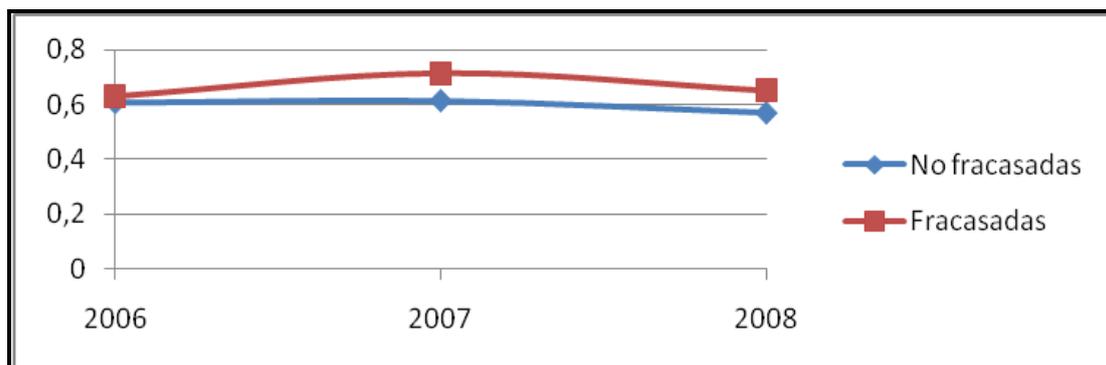


Fuente: elaboración propia.

En cualquier caso, y de acuerdo con los desarrollos teóricos previos, es de esperar que ante esta circunstancia los clientes adquieran la fuerza necesaria para forzar a una bajada de precios, lo que incidirá negativamente en el riesgo de insolvencia de la empresa (*dependencia económica de clientes*) que puede llegar a realizar ventas por debajo del precio de coste.

En relación con la segunda de las variables seleccionadas, la cuantía del crédito a clientes (C2) respecto a los ingresos de explotación, ambos tipos de empresas muestran un comportamiento más o menos similar, aunque en todo momento las empresas fracasadas parecen conceder un mayor crédito a clientes. En consecuencia, las PYMES, que se encuentran en situaciones de dificultad, se ven sometidas a la presión de conceder un mayor crédito a clientes y, en este sentido, dependen financieramente de ellos.

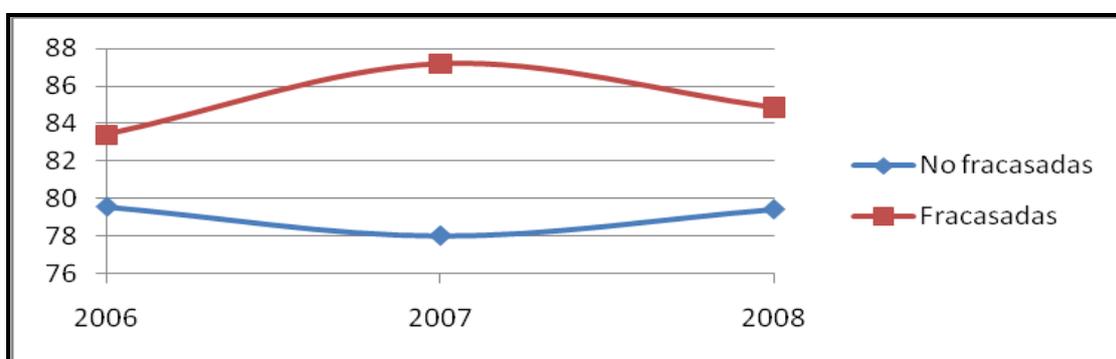
GRÁFICO 2: Evolución del volumen medio de crédito a clientes sobre la media del sector (C2)



Fuente: elaboración propia.

No obstante, si se toma como criterio de dependencia financiera el periodo medio de cobro a clientes, los resultados ponen de manifiesto diferencias significativas entre ambas empresas, de manera que las fracasadas experimentan durante todo el periodo de estudio, dilataciones de cobro superiores. En este sentido, se evidencia una dependencia financiera de las empresas fracasadas respecto de clientes.

GRÁFICO 3: Evolución del periodo medio de cobro a clientes (C3)



Fuente: elaboración propia.

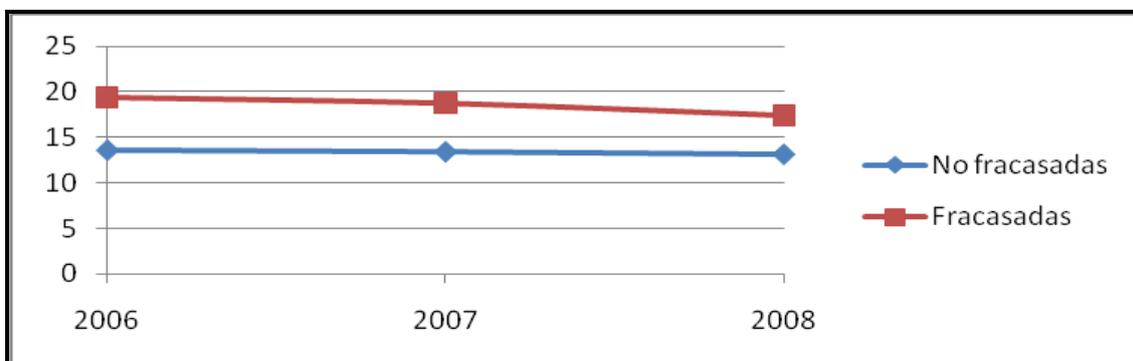
Estos resultados confirman el cumplimiento de las hipótesis 2 y 3 sobre la dependencia de los clientes, constatando que, para la muestra seleccionada, se cumplen los supuestos de que mayores volúmenes de clientes sobre ventas en relación con la media del sector y, mayores periodos de cobro a clientes está relacionado con un mayor riesgo de insolvencia empresarial.

Dependencia de empleados

En relación con el **comportamiento de los empleados**, se corrobora la hipótesis planteada, de tal manera que los resultados evidencian que las empresas fracasadas

soportan más gastos de personal respecto a la media de su sector, mostrándose estas diferencias significativas para todo el periodo considerado.

GRÁFICO 4: Evolución de los gastos de personal medios por empleado respecto a la media del sector (E1)

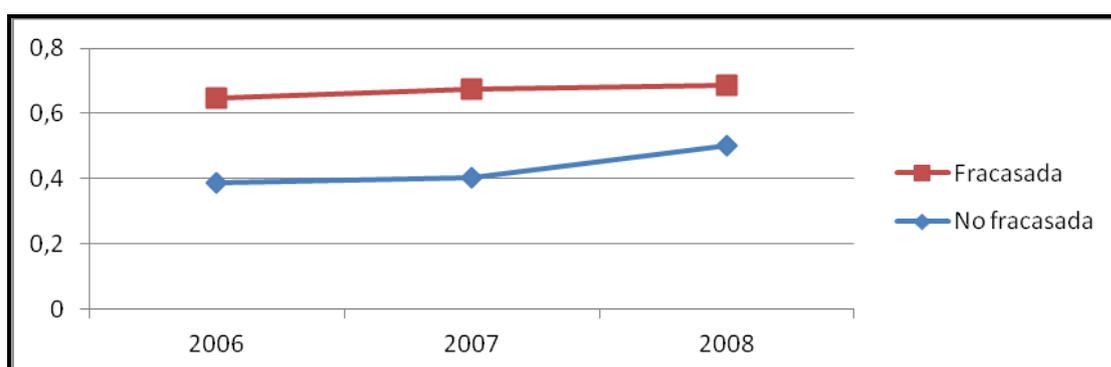


Fuente: elaboración propia.

Dependencia de inversores o propietarios

Los resultados evidencian que las empresas, cuya participación de los propietarios en la financiación es mayor, disponen de un menor riesgo de insolvencia. En este sentido, se corrobora la hipótesis H5, argumentando que las empresas fracasadas experimentan tasas de crecimiento menores que las no fracasadas.

GRÁFICO 5: Evolución del ratio medio Fondos Propios sobre Pasivo Exigible Total (II)



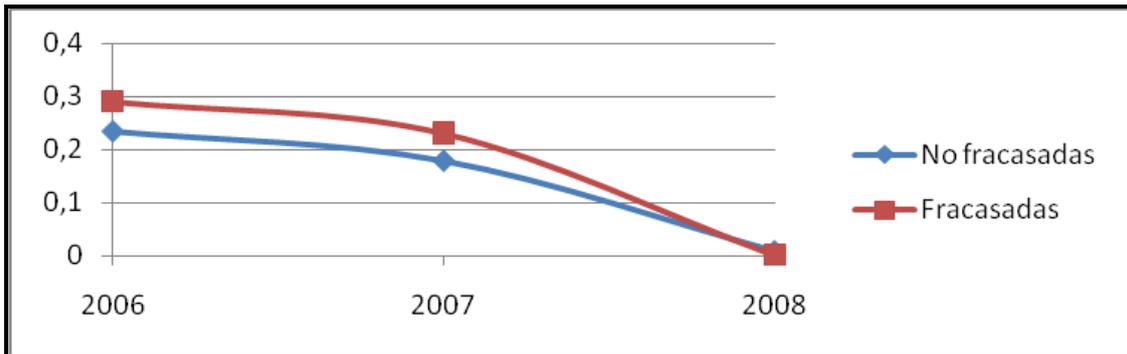
Fuente: elaboración propia.

Dependencia de proveedores

Respecto al comportamiento de los proveedores, los resultados demuestran un incumplimiento de la hipótesis 6 a lo largo de todo el periodo de estudio, como

consecuencia del elevado nivel de deuda que ostentan las empresas fracasadas por encima de las no fracasadas. En este sentido, las empresas fracasadas presentan un elevado poder de negociación frente a los proveedores, como consecuencia de la concesión de facilidades, que dan esos últimos, en el pago de los suministros.

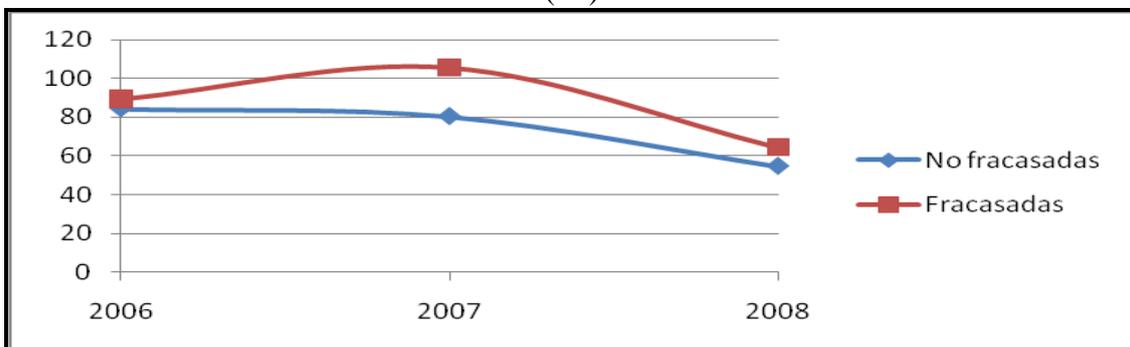
GRÁFICO 6: Evolución de los créditos concedidos por proveedores respecto a las compras (P1)



Fuente: elaboración propia.

Algo similar ocurre con el periodo de pago a proveedores que se manifiesta superior en las empresas fracasadas durante los años 2007 y 2008 en la muestra de estudio, incumpléndose, de esa manera las previsiones enunciadas en la hipótesis 7. La tendencia de las empresas fracasadas manifiesta el elevado poder de negociación que mantiene las empresas fracasadas frente a las no fracasadas, debido al alargamiento que realizan proveedores en sus periodos de crédito para conseguir que las empresas fracasadas terminen pagando sus deudas.

GRÁFICO 7: Evolución del periodo medio de pago a proveedores (P2)



Fuente: elaboración propia.

Ambos elementos ponen de relieve que los proveedores de las empresas que constituyen el objeto de estudio, apoyan a las empresas fracasadas durante los

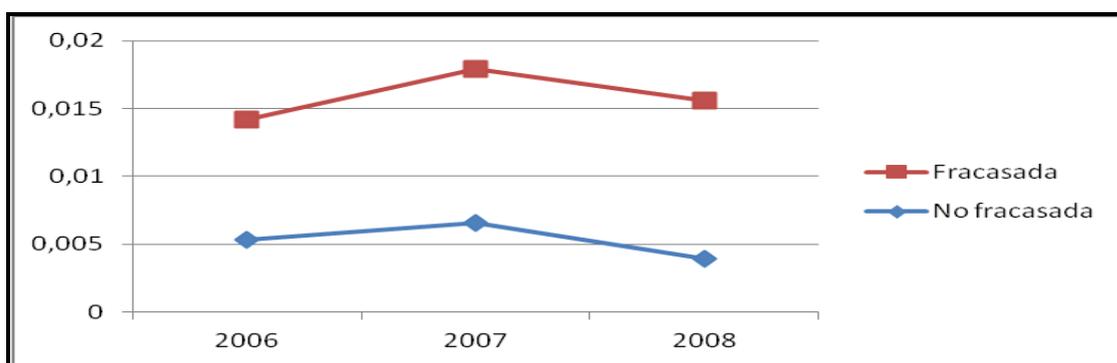
momentos de mayor dificultad y, en consecuencia, no suponen un problema relevante para su supervivencia.

Dependencia de otros acreedores financieros.

Los datos revelan que las empresas insolventes dedican una mayor proporción de sus recursos generados a cubrir gastos financieros, pudiendo venir dado por un incremento de los gastos financieros o una reducción de los recursos generados. A fin de completar la información de este ratio, el volumen de gastos financieros sobre pasivo exigible total ofrece información sobre los gastos soportados por unidad de deuda, indicando que, durante todo el periodo de estudio, los gastos soportados por las empresas fracasadas por unidad monetaria recibida en préstamos superan a los soportados por las empresas sanas. Este comportamiento de la variable pone de manifiesto que las entidades financieras si encarecen la deuda como consecuencia de la proximidad de la liquidación o desaparición, pudiendo deberse esta situación a dos motivos:

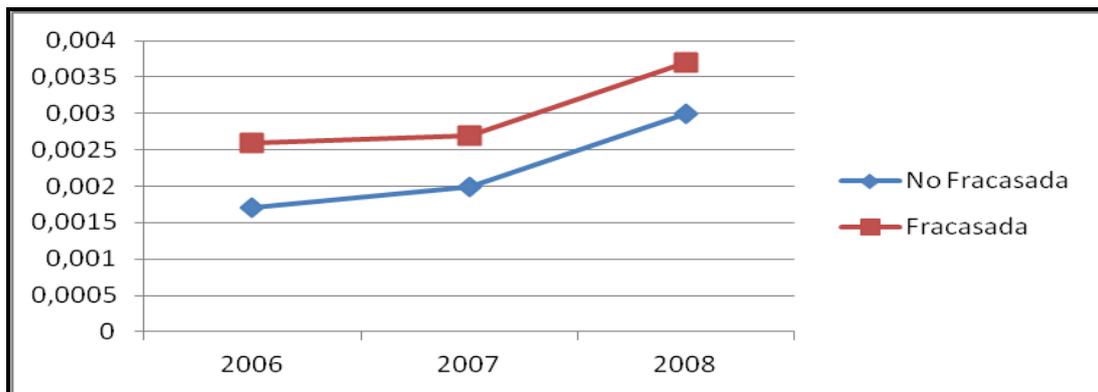
- a) una verdadera anticipación del riesgo por parte de las entidades financieras, que exigirán una mayor retribución sobre el capital prestado (mayor coste financiero); o,
- b) una mala gestión financiera de los medios de pago que deriva en gastos financieros elevados.

GRÁFICO 8: Evolución de los gastos financieros sobre los recursos generados (A1)



Fuente: elaboración propia.

GRÁFICO 9: Evolución de los gastos financieros sobre pasivo exigible total (A2)



Fuente: elaboración propia.

Cualquiera de estas situaciones pone de manifiesto la importancia de la dependencia de las entidades financieras ante situaciones de fracaso empresarial. Por tanto, se corrobora la hipótesis 8 planteada anteriormente.

b) En relación con el **análisis multivariante de regresión logística**, se destacan los resultados agrupados en el cuadro 3.

CUADRO 3: Regresión logística binaria

Variable dependiente: No fracasadas (1) vs. Fracasadas (0)			
VARIABLES INDEPENDIENTES	2008	2007	2006
	Coeficientes (Wald χ^2 Statistic)	Coeficientes (Wald χ^2 Statistic)	Coeficientes (Wald χ^2 Statistic)
C1		-0,521	-2,661
		(13,135***)	(3,913*)
C2		-0,266	
		(5,347**)	
C3	-0,038		
	(6,856*)		
E1		-0,031	
		(29,381***)	
I1	-1,755	0,772	
	(3,586**)	(18,023***)	
P1	30,700		
	(6,879*)		
P2			
A1			
A2	705,866		
	(4,701**)		
Constantes	0,688	0,379	1,284
	(,391)	(7,045*)	(2,382*)
χ^2 (sig.)	27,022 (,000)	72,287 (,000)	5,966 (0,15)
-2 log verosimilitud	26,813	1106,058	20,321
R² of Cox and Snell	0,500	0,082	0,269
R² of Nagelkerke	0,668	0,109	0,360
% global aciertos	84,6%	64,4%	56,6%
% error tipo I	19%	38,9%	20%
% error tipo II	11,1%	32,9%	33,3%

Donde: ***, **, *: estadísticamente significativo al 1, 5 y 10 por ciento respectivamente.

Fuente: elaboración propia.

La tabla anterior ofrece un resumen de los tres modelos más óptimos obtenidos para cada uno de los años de la muestra de estudio. En consecuencia, cabe destacar la composición de cada uno de ellos:

a) Para el año 2008, se aprecia un modelo constituido por las variables independientes “dependencia financiera de clientes 2” (C3), “dependencia de inversores o propietarios” (I1), “dependencia financiera de los proveedores 1” (P1) y “dependencia de acreedores financieros 2” (A2). A su vez, se puede observar que el modelo consigue clasificar correctamente un 84.6%, teniendo un error de tipo I del 19% y un error de tipo II del 11.1%, lo que viene a significar que no es capaz de clasificar adecuadamente a 19 de cada 100 sanas y a 11 de cada 100 fracasadas.

b) El modelo obtenido en el año 2007 está compuesto por las variables independientes de “dependencia económica de clientes” (C1), “dependencia financiera de clientes 1” (C2), “dependencia de empleados” (E1) y “dependencia de propietarios o inversores” (I1). En realidad, el modelo solamente posee una variable en común con el modelo obtenido en el año anterior, siendo esta la I1. A su vez, se aprecia que el modelo está correctamente clasificado a un 64.4% en el nivel de acierto, mostrando un error de tipo I del 38,9% y de 32,9% para un error de tipo II.

c) Finalmente el modelo del año 2006 engloba solamente la posesión de una única variable independiente la “dependencia económica de clientes” (C1), que se encontraba también en el modelo del año 2007. Cabe destacar la disminución del porcentaje global de aciertos en comparación con los dos años anteriores, representando este 56,6%. Por tanto, el error tipo I contempla un 20% y el error tipo II un 33,3%, destacando con ello un incremento de los mismos en comparación con los existentes en los dos modelos anteriores.

En relación con las variables explicativas obtenidas en los tres modelos anteriores, cabe destacar que:

- En primer lugar, en el año 2006 tan solo la variable tasa de variación de los ingresos de explotación de la empresa en relación con la media del sector (C1) se muestra significativa y con signo negativo, indicando que cuanto mayor sea ésta magnitud mayor será la probabilidad de que la empresa fracase. Este escenario puede venir producido por la imposición de una política forzosa de ventas, a costa de precios

relativamente bajos en relación con el sector. Estos resultados son consistentes con estudios previos como el de Correa et al. (2003).

- En segundo lugar en el año 2007, la tasa de variación de los ingresos de explotación de la empresa en relación con la media del sector (C1) vuelve a mostrarse negativamente relacionada con las probabilidades de supervivencia de las empresas (Correa et al., 2003), al igual que la cuantía del crédito a clientes (García et al., 1995; y Lizárraga, 1997) en relación con la media del sector (C2) y los gastos de personal de la empresa respecto a la media del sector (E1) Por el contrario, la autonomía financiera y, por ende, la capacidad de endeudamiento futuro (I1) incrementan las probabilidades de supervivencia de las empresas (López et al., 1994; Mora, 1994; García et al., 1995; Rodríguez, 2001; y Somoza, 2001), conclusiones a las que también llegan otros estudios previos como los de Correa et al. (2003) y Lizarraga (1997).

- En tercer, y último lugar, el modelo desarrollado para un año antes del fracaso (2008) pone de manifiesto, por un lado, la relación significativa y negativa procedente del ratio de endeudamiento (I1) debido a los reducidos recursos propios, que generan un alto riesgo financiero y, por ende, problemas de insolvencia que abordarán a la empresa hacia una situación de crisis empresarial. Asimismo, dicha situación se ve incrementada debido a la existencia de mayores periodos de cobro a clientes que aumenta, a su vez, el riesgo del fracaso (C3). Por otro lado, el endeudamiento de los proveedores, con respecto a las compras del periodo (P1) junto con la capacidad de asumir los gastos financieros que genera la deuda (A2) muestran una correlación significativa y positiva hacia la probabilidad de supervivencia empresarial.

Respecto a la capacidad explicativa de estos modelos, cabe destacar que los estudios sobre fracaso empresarial para PYMES, en los que se utiliza la regresión logística, corroboran los resultados obtenidos, de tal manera que los porcentajes de acierto de los modelos tienden a mejorar su capacidad de análisis a medida que se acercan al año del fracaso (Lizarraga, 1997; Altman y Sabato, 2005; y Correa et al., 2003).

6. CONCLUSIONES

Los resultados de este trabajo aportan evidencia empírica en el contexto del fracaso empresarial, ya que en una alta probabilidad, el riesgo de dependencia de la empresa depende de los stakeholders, al ser considerados como elementos claves en el proceso de generación de riqueza de la empresa, siendo, por tanto, de vital importancia, para su supervivencia, controlar el nivel de dependencia en relación con los mismos, especialmente, en los momentos de crisis económica-financiera, y abre la puerta al futuro desarrollo de una línea de investigación más extensa que trate de aportar luz sobre este problema. Esta investigación es especialmente útil para juzgar las decisiones estratégicas a llevar a cabo y responder eficazmente a la pretensión de las empresas que sufren procesos de crisis empresarial, controlando, la posible incidencia de las actuaciones de los agentes relacionados con la misma en su propio riesgo.

A este efecto, cabe destacar que la detección de los problemas empresariales hace necesario el análisis tanto del entorno en el que se desenvuelve la empresa como del comportamiento de los grupos de interés que la forman. Además, el nivel de dependencia de la empresa con respecto a los stakeholders evidencia una cierta influencia en el poder de decisión y actuación ante cambios impredecibles, volviéndola más vulnerable ante situaciones de riesgo.

Por tanto, debe fomentarse el suministro de información contable que explique el nivel de dependencia respecto de los stakeholders, en orden a evaluar el riesgo de insolvencia de la empresa y el manejo de las relaciones con éstos.

Conforme a esta consideración, se cree conveniente incluir el análisis de las variables que afloran estos comportamientos y relaciones en los modelos de análisis del fracaso empresarial. De esta forma, los resultados relevantes obtenidos en este trabajo son de gran utilidad en la gestión empresarial, ya que, con ellos, se podrían detectar supuestas debilidades existentes en las relaciones que manifiesta la empresa con los stakeholders, pudiendo así anticipar un posible fracaso.

No obstante, debe señalarse que este trabajo posee varias limitaciones, las cuales constituirán posibles líneas de investigación futuras para subsanarlas:

- La investigación ha sido llevada a cabo considerando solamente el concepto de fracaso empresarial desde el punto de vista legal, de esta forma sería importante considerar este aspecto desde una perspectiva más amplia, considerando otros indicadores de fracaso económico y financiero, con el fin de obtener más información o datos y mayores conclusiones acerca de este tema de estudio.

- Además, solamente se han utilizado variables representativas de los estados contables de las empresas, por tanto, cabría la posibilidad de considerar otro tipo de variables no financieras y de los stakeholders relacionados con ella. Se trata de completar este análisis con la inclusión de información recogida de fuentes estadísticas directas, a través de encuestas, y ponerla en relación con la información contable, a fin de evidenciar la capacidad de ésta para registrar los comportamientos de los agentes económicos relacionados con la empresa, y de mejorar la evaluación de una futura situación de fracaso y sus posibles desenlaces en función de su nivel de dependencia con los diferentes stakeholders.

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ABAD, C.; ARQUERO, J.L. y JIMÉNEZ, S. (2008). *Fracaso empresarial: características y tipos*. Madrid: Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas.
- ALTMAN, E. (1968). “Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy”, *The Journal of Finance*, 23 (4), pp. 589-609.
- ALTMAN, E.; AVERY, R.; EISENBEIS, R. y SINKEY, J. (1981). “Application of classification techniques in business, banking and finance”, *Contemporary studies in economic and financial analysis*, 3, pp- 200-250.
- ALTMAN, E. (1981). *Financial Handbook*, (5ª edición). New York: John Wiley & Sons.
- ALTMAN, E. (1988). *The Prediction of Corporate Bankruptcy*. New York: Garland Publishing.
- ALTMAN, E. (1993). *Corporate Financial Distress and Bankruptcy*, (2ª edición). New York: Wiley.

- ALTMAN, E. (1984): "A further investigation of the bankruptcy cost question", *Journal of Finance*, 39, pp. 1.067-1.089.
- ALTMAN, E. y SABATO, G. (2005). "Effects of the new basel capital accord on bank capital requirements for SME", *Journal of financial services research*, 28(1/3), pp: 15-42.
- ÁLVAREZ, L. J. (1999). "Priorización de los stakeholders en la actual sociedad del conocimiento", *Técnica contable*, vol. 51, núm. 610, pp. 665-670.
- ÁLVAREZ, M.B. (2008). *Problemática de agencia y de elección contable derivados de la regulación legal de las cooperativas agrarias*. Tesis doctoral. Universidad de Oviedo.
- ARROW, K. (1991). "The economics of agency". En J. Pratt, R. Zeckhauser (eds.), *Principal Agents: the structure of business* (pp. 37-51). Boston: Harvard Business School Press.
- BAIMAN, S. (1984). "Agency research in managerial accounting: A survey". En R. Mattessich (eds.), *Modern Accounting Research: History, Survey, and Guide*, Vancouver, BC: Canadian Certified General Accountants' Research Foundation, pp. 251-294 (Originally published in the *Journal of Accounting Literature*, 1, Spring 1982, 154-213).
- BANEGAS, R.; SÁNCHEZ-MAYORAL, F. y NEVADO, D. (1998). *Análisis por ratios de los estados financieros (Análisis Externo)*. Madrid: Editorial Civitas.
- BANEGAS, R.; MANZANEQUE, M.; TEJEDO, F. y SIMÓN, A. (2006). "El desenlace de los Procesos de Fracaso Empresarial en Castilla-La Mancha. Un análisis empírico", V Workshop de Investigación Empírica en Contabilidad y Finanzas, AECA.
- BANEGAS, R.; MANZANEQUE, M. y PRIEGO, A.M. (2010). "Stakeholders y Riesgo empresarial", XIV Encuentro Asepuc: Información Financiera de Calidad: Señalando El Camino De La Recuperación. A Coruña, del 2 al 4 de Junio de 2010.
- BANKER, V.L. y MONE, M.A. (1994). "Retrenchment: cause of turnaround or consequence of Decline?", *Strategic Management Journal*, 15 (5), pp. 95-405.

- BARNARD, C.I. (1938). *The functions of the Executive*. Cambridge, M. A: Harvard University Press, Thirtieth Anniversary Edition.
- BARNEA, A.; HAUGEN, R.A. y SEMBET. L.W. (1985). *Agency Problems and Financial Contracting*. New Jersey: Prentice-Hall, Inc.
- BARNEY, J.B. y OUCHI, W.G. (1986). *Organizational Economics*. Londres: Jossey-Bass Publishers.
- BARNIV, R. y HATHORN, J. (1997). “The Merger or Insolvency Alternative in the Insurance Industry”, *Journal of Risk & Insurance*, 64, Database: Business Source Elite.
- BARNIV, R. (1990). “Accounting Procedures, Market Data, Cash-Flow Figures, and Insolvency Classifications: The Case of the Insurance Industry”, *Accounting Review*, 65, pp. 578-604.
- BAUMOL, W.J. (1959). *Business Behavior, Value and Growth*. New York: Macmillan.
- BEAVER, W.H. (1966). “Financial Ratios as Predictors of Failure”, *Journal of Accounting Research*, supplement, pp. 71-111
- BEBCZUK, R.N. (2000). *Información asimétrica en mercados financieros*. Cambridge: University Press.
- BERLE, A.A.Jr. (1931). “Corporate powers as powers in trust”, *Harvard Law Review*, 44, pp. 1049-1076.
- BIRKINSHAW, J.; TOULAN, O. y ARNOLD, D. (2001). “Global account management in multinational corporations: Theory and evidence”, *Journal of International Business Studies*, 32, 2, pp. 231–248.
- BLUM, M. (1974). “Failing Company Discriminant Analysis”, *Journal of Accounting Research*, Spring, pp. 1-25.
- BOWEN, R.; DALEY, L. y HUBER, C. (1982). “Evidence on the existence and determinants of inter-industry leverage differences”, *Financial Management*, 11 (4), pp.10-20.
- BRAMMER, S. y MILLINGTON, A. (2003). “The Evolution of Corporate Charitable Contributions in the UK between 1989 and 1999: Industry Structure and

- Stakeholder Influences”, *Business Ethics: A European Review*, 12, 3, pp. 216-228.
- BRUGHA, R. y VARVASOVSKY, Z. (2000). "Stakeholder analysis: a review", *Health Policy Plan*, 15(3), pp. 239-246.
- BURGOS, J.; PLAZA, J.A. y MAGÁN, A. (2007). “La satisfacción de los grupos de interés actividades de la empresa directamente relacionadas”. Recuperado el 30 de mayo de 2010 de: <http://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=2476770>
- CAMPBELL, S.V. (1993). *The Significance of Direct Bankruptcy costs in Determining the Outcome of Bankruptcy Reorganization*. Tesis doctoral. University of Oregon.
- CAMPBELL, S.V. (1996). “Predicting Bankruptcy Reorganization for Closely Held Firms”, *Accounting Horizons*, September, 10, pp. 12-26.
- CARROLL, A.B. (2000). “Conceptual and consulting aspects of stakeholder theory, thinking and management”. En R. Golembiewski (eds.), *Handbook of organizational consultation*. New York, USA: Marcel Dekker Incorporated.
- CASEY, C.; MCGEE, V. y STICNEY, C. (1986). “Discriminating Between Reorganized and Liquidated Firms in Bankruptcy”, *The Accounting Review*, 61, 2, pp. 249-262.
- CLARKE, T. (1998). “The stakeholder corporation: a business philosophy for the information age”, *Long Range Planning*, 31, pp. 182-184
- CLARKSON, M.B.E. (1995). “A Stakeholder Framework for Analyzing and Evaluating Corporate Social Performance”, *Academy of Management Review*, 20, 1, pp. 92-117.
- COASE, R.H. (1937). “The nature of the Firm”, *Economical*, 4, pp. 386-405.
- CORREA A.; ACOSTA, M. y GONZÁLEZ, A.L. (2003). “La insolvencia empresarial: un análisis empírico para la pequeña y mediana empresa”, *Revista de Contabilidad*, 6 (12), pp. 47-79.
- CUERVO, A. (2004). “El Gobierno de la Empresa un problema de conflicto de intereses en el Gobierno de la Empresa”. En E. Bueno, (eds.), *El gobierno de la empresa: en busca de la transparencia y la confianza* (pp. 115-138). Madrid: Pirámide.

- DAMBOLENA, I.G. y KHOURY, S.J. (1980). "Ratio Stability and Corporate Failure", *Journal of Finance*, September, pp. 1017-1026.
- D'AVENI, R. (1989). "The aftermath of organizational decline: a longitudinal study of the strategic and managerial characteristics of declining firms", *Academy of Management Journal*, 32 (3), pp. 577-605.
- DEAKIN, E.B. (1972). "A discriminant Analysis as predictor of Business Failure", *Journal of Accounting Research*, Spring, pp. 167-179.
- DIXIT, A. (1999). "Some lessons from Transaction-Cost Politics for Less-Developed Countries", Comunicación presentada en la Conferencia de la Sociedad Económica Latinoamericana, Canún, México.
- DODD, E.M. (1932). "For whom are Corporate Managers Trustees?", *Harvard Law Review*, 45, 7, pp. 1145-1163.
- DONALSON, T. y PRESTON, L.E. (1995). "The Stakeholders Theory of the corporation: Concepts, Evidence, and Implications", *Academy of management Review*, 2, pp. 65-91.
- EISENHARDT, M.K. (1989). "Agency theory: An assessment and review", *Academy of Management Review*, 14 (1), pp. 57-74.
- ESLAVA, J.J. (2008). *Las claves del análisis económico-financiero de la empresa, Libros profesionales de empresa*. Madrid: ESIC, Business &Marketing School.
- FAMA, E.F. (1980). "Agency Problems and the Theory of the Firm", *Journal of Political Economy*, 88, 2, p. 288-307.
- FERNÁNDEZ, A. (2000). "Decisiones Financieras y Fracaso Empresarial". En D. Pérez y V. García, (eds.), *El Endeudamiento y los Procedimientos para la Resolución del Fracaso Empresarial*. Madrid: Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas (AECA Monografías).
- FERNÁNDEZ, L. (2001). *Posibilidad y contenido de un derecho preconcursal: auditoría y prevención de la crisis empresarial*. Madrid: Marcial Pons.
- FERRANDO, M. y BLANCO, F. (1998). "La Previsión del Fracaso Empresarial en la Comunidad Valenciana: Aplicación de los Modelos Discriminante y Logit", *Revista Española de Financiación y contabilidad*, 95, pp. 499-540.

- FIELD, A. (2009). *Discovering Statistics Using SPSS*, (3ª edición). London: Sage. Publications Asia-Pacific Pte.
- FRANKS, J. (1996). "A Compararison of U.S., U.K. and German Insolvency Codes", *Financial Management*, 25, pp. 86-102.
- FREEMAN, R.E. (1984). *Strategic Management. A Stakeholders Approach*. Boston: Pitman.
- FROOMAN, J. (1999). "Stakeholders influence strategies", *Academy of Management Review*, 24, pp. 191-205.
- GALLARDO, D. (2003). "Teoría de la agencia: evolución de su investigación (I)", *Técnica contable*, 656, pp. 37-38.
- GALLEGO, A.M.; GÓMEZ, J.C. y YÁÑEZ, L. (1997). "Modelos de Predicción de Quiebras en Empresas no Financieras", *Actualidad Financiera*, 6, pp. 3-14.
- GARCÍA, D.; ARQUÉS, A. y CALVO-FLORES, A. (1995). "Un modelo discriminante para evaluar el riesgo bancario en los créditos a empresas", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 82, pp. 175-200.
- GARCÍA (2009). *Caracterización de la metodología estadística para la evaluación del fracaso empresarial*. Tesis doctoral. Universidad de León.
- GARRIDO, P. e ÍÑIGUEZ, R. (2010). *Análisis de los estados contables. Elaboración e interpretación de la información financiera*. Madrid: Ediciones Pirámide.
- GAZENDEL, A. y THOMAS, P. (1992). "Les défaillances d'entreprises", *Cahiers de Recherche*, 92. École Supérieure de Comerse. Paris.
- GÓMEZ, M.A.; TORRE, J.M. y ROMÁN, I. (2008). "Análisis de sensibilidad temporal en los modelos de predicción de insolvencia: una aplicación a las PYMES industriales", *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 137, pp. 85-111.
- GONZÁLEZ-PASCUAL, J. (2001). *Análisis de la empresa a través de su información económico-financiera. Fundamentos teóricos y aplicados*, (1ª edición). Madrid: Ediciones Pirámide.
- GONZÁLEZ-PASCUAL, J. (2003). *Análisis de la empresa a través de su información económico-financiera. Fundamentos teóricos y aplicaciones*. Madrid: Ediciones Pirámide.

- GOXENS, M. A. y GAY, J.M. (2000). *Análisis de los estados contables: diagnóstico económico financiero*. Madrid: Prentice Hall.
- GOXENS, M. A. y GAY, J.M. (2005). *Análisis de los estados contables: diagnóstico económico financiero*. Madrid: Prentice Hall.
- GROVER, V.; CHEON, M. y TENG, J.T.C. (1994). “An evaluation of the impact of corporate strategy and the role of information technology on IS functional outsourcing”, *European Journal of Information Systems*, 3, 3, pp. 179-190.
- GUÉDEZ V. (2009). “Los grupos de interés: de lo transaccional, a lo relacional y a lo consustancial”, Master en Responsabilidad Social Corporativa Contabilidad y Auditoría Social (MRS) 2008-2009, Boletín CIES, Universidad de Barcelona. http://www.mes-d.net/grupcies/boletin/ArticuloII_Edic_72.pdf
- GUERRAS, L.A. y NAVAS, J.E. (2007). *La dirección estratégica de la empresa: teoría y aplicaciones*. Madrid: Editorial Civitas.
- GUITART, L. (2005). *La ruptura de la cadena de valor como consecuencia de la subcontratación. De la subcontratación tácita a la estratégica. Una investigación cualitativa mediante el análisis de casos*. Tesis doctoral. Universidad de Barcelona.
- HENDRIKSEN, E. (1974). *Teoría de la contabilidad*. Unión Tipográfica Editorial Hispano–Americana. México.
- HENRÍQUEZ, N. (2000). *Fracaso empresarial: líneas actuales de investigación*. Tesis doctoral. Departamento de Contabilidad. Universidad de Barcelona. Barcelona.
- HENRÍQUEZ, N. (2003). “Análisis Descriptivo de los Procedimientos Concursales en España”, *Partida Doble*, 141, pp. 44-52.
- HILL, C.W.L. y JONES, T.M. (1992). “Stakeholder-agency-theory”, *Journal of Management Studies*, 29, 2, pp. 131-154.
- HILLMAN, A. y KEIM, G. (2001). “Shareholder Value, Stakeholder Management, and Social Issues. What’s the Bottom Line?”, *Strategic Management Journal*, 22, 1, pp. 125-139.
- HONG, S.C. (1983). “A Bankruptcy Outcome: Model and Empirical Test”, (Working Paper). University of California at Berkeley.

- IBORRA, M.; DASÍ, A.; DOLZ, C. y FERRER, C. (2009). *Fundamentos de la dirección de empresas. Conceptos y habilidades directivas*. Madrid: Thomson.
- JAWAHAR, I.M. y MCLAUGHLIN, G.L. (2001). "Toward a descriptive stakeholders theory: an organizational life cycle approach", *Academy of management Review*, 26, 3, pp. 397-414.
- JENNINGS, P. y BEAVER, G. (1995). "The managerial dimension of small business failure", *Journal of strategic Change*, 4 (4), pp. 185-200.
- JENSEN, M.C. (1993). "The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems", *Journal of Finance*, 48, pp. 831-880.
- JENSEN, M.C. (1986). "Agency Cost of Free Cash Flow: Corporative Finance and Takeovers", *American Economic Review*, 76, pp. 323-329.
- JENSEN, M. Y MECKLING, W. (1976). "Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost, and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3, 4, pp. 305-360.
- JIMÉNEZ, S.M.; GARCÍA-AYUSO, M. y SIERRA, G.J. (2002). *Análisis Financiero*. Madrid: Ediciones Pirámide, S.A.
- JOHNSON, G. y SCHOLES, K. (2001). *Exploring Public Strategy*. Harlow: Pearson Education Ltd.
- JONES, T.M. y WICKS, A.C. (1999). "Convergent stakeholder theory", *Academy of Management Review*, 24, 2, pp. 206-221.
- KEASEY, K. Y MCGUINNESS, P. (1990). "The Failure of UK Industrial Firms for the Period 1976-1984, Logistic Analysis and Entropy Measures", *Journal of Business Finance and Accounting*, Spring, pp. 119-135.
- KASSINIS, G. y VAFEAS, N. (2006). "Stakeholders pressures and environmental performance", *Academy of Management Journal*, 49, pp.145-159.
- KEASEY, K. y WATSON, R. (1987). "Non-Financial Symptoms and the Prediction of Small Company Failure: A Test of the Argenti Hypotheses", *Journal of Business, Finance and Accounting*, 14 (3), pp. 335-354.

- LAFFARGA, J. Y MORA A. (1998). *Los modelos de predicción de la insolvencia empresarial: un análisis crítico*. En *El Riesgo Financiero de la Empresa*. Madrid: AECA.
- LAFFONT, J. y TIROLE, J. (1998). *A Theory of incentives in Procurement and Regulation*. Cambridge: MIT Press.
- LIZÁRRAGA, F. (1997). “Utilidad de la información contable en el proceso de fracaso: análisis del sector industrial de la mediana empresa española”, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 93, pp. 871-915.
- LÓPEZ, D.; MORENO, J. y RODRÍGUEZ, P. (1994). “Modelos de predicción del fracaso empresarial. Aplicación a entidades de seguros en España”, *Esic-Market*, 84, pp. 83-125.
- LÓPEZ, J.; GANDÍA, J.L. y MOLINA, R. (1998). “La suspensión de pagos en las pymes: una aproximación empírica”, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 27(94), pp. 71-97.
- LÓPEZ, D.; ORTA, M. y SIERRA, G. (2008). *Introducción a la contabilidad y al análisis financiero. Especial referencia a las empresas turísticas*. Madrid: Ediciones Pirámide.
- LOPUCKI, L.M. (1983). “The Debtor in Full Control-Systems Failure under Chapter 11 of the Bankruptcy Code?”, *American Bankruptcy Law Journal*, 57, pp. 99-126.
- LORCA, P. (2003). “La creación de valor en la empresa y los stakeholders”, *Harvard Deusto Finanzas y Contabilidad*, 51, pp. 48-55.
- LOZANO, M.B.; HIDALGO, A.M. y PINTADO, J. (2004). “El conflicto accionista-directivo: problemas y propuestas de solución”, *Tribuna de economía. ICE*, 813, pp. 225-245.
- MARTÍN, J.L. (1986). *El pronóstico del fracaso empresarial*. Publicaciones de la Universidad de Sevilla.
- MARTÍNEZ, C.; NAVARRO, M.V. y SANZ, F. (1989). “Selección y explotación de los sistemas de alarma y prevención de quiebra”, *Investigaciones Económicas*, pp. 135-141.

- MARTÍNEZ, F.J. (1996). *Análisis de Estados Contables. Comentarios y ejercicios*. Madrid: Ediciones Pirámide.
- MANZANEQUE, M. (2006). *Caracterización y predicción de los desenlaces del fracaso empresarial*. Tesis doctoral Universidad de Castilla-La Mancha.
- MARCH, J.G. y SIMON, H.A (1961). *Organizations*. Nueva York: John Wiley and sons.
- MARTÍN, Q.; CABELLO, M.T. y PAZ, Y. D. (2007). *Tratamiento estadístico de datos con SPSS. Prácticas resueltas y comentadas*. Madrid: Ediciones Thomson.
- MILLER, M. (1977). “Debt and taxes”, *Journal of Finance*, 32 (2), pp.261- 275.
- MITCHELL, R.K.; AGLE, B.R. y WOOD, D.J. (1997). “Toward a Theory of Stakeholder Identification and Salience: Defining the Principle of Who and What Really Counts”, *Academy of Management Review*, 22, pp.853-886.
- MITROFF, I.I. (1983). *Stakeholders of the Organizational Mind*. San Francisco: Jossey-Bass.
- MORA, A. (1994). “Los modelos de predicción del fracaso empresarial: una aplicación empírica del logit”, *Revista Española de Financiación y Contabilidad*, 24 (78), pp. 203-233.
- MUÑOZ, A. (2004). *Análisis de los estados financieros. Teoría y práctica*. Madrid: Ediciones Académicas.
- NÄSI, J. (1995). *Understanding stakeholder thinking*. LSR-Julkaisut Oy.
- OPLER, T.C. y TITMAN, S. (1994). “Financial Distress and Corporate Performance”, *Journal of Finance*, 49 (3), pp. 1015-1039.
- ORIOLO, J. (2007). “Revisión crítica de los aportes del institucionalismo”, *Revista de Economía Institucional*, 9 (16), primer semestre, pp. 121-148.
- PAJUNEN, K. (2006). “Stakeholder Influences in Organizational Survival”, *Journal of Management Studies*, 43 (6), pp.1261-1288.
- PARDO, A. y RUIZ, M.A. (2002). *SPSS 11. Guía para el análisis de datos*. Madrid: Mc Graw Hill.
- PASTENA V. y RULAND W. (1986). “The Merger/Bankruptcy Alternative”, *The Accounting Review*, 61(2), pp. 288-301.

- PAVA, M.L. y KRAUSZ, J. (1997). "Criteria for Evaluating the Legitimacy of Corporate Social Responsibility", *Journal of Business Ethics*, 16, 3, pp. 337-347.
- PEDROSA, C. (2009). "Modelos teóricos que nos ayudan a comprender el gobierno de las sociedades cooperativas, una apuesta por el enfoque de los stakeholders", *Gestión joven*, núm. 4. Disponible en:
http://www.elcriterio.com/revista/ajoica/contenidos_4/cristina_pedrosa.pdf
- PÉREZ, C. (2009). *Técnicas de análisis de datos con SPSS R*. Madrid: Pearson. Prentice Hall.
- PERROW, C. (1986). *Complex Organizations: A Critical Essay*. Nueva York: Random House.
- PERSSON, T. y TABELLINI, C. (1990). *Macroeconomic Policy, Credibility and Politics*. Chur: Harwood Academic Publisher.
- PESQUEUX, Y. y DAMAK-AYADI, S. (2004). "Stakeholder theory in perspective". En Y. Perqueux (eds.), *Stakeholders in perspective*, Bradford, UK: Emerald Group Publishing.
- PRESTON, L.E. (1990). "Stakeholders management and corporate performance", *Journal of Behavioral Economic*, 19, 4, pp.361-375.
- PFEFFER, J. Y SALANCIK, G.R. (1978). *The External Control of Organizations. A resources dependence perspective*. New York: Harper and Row.
- PIÑERA, J.; SABATER, R. y MONTES, A. (2000). *Propuesta de análisis de las influencias de los grupos de interés en la gestión de las organizaciones no lucrativas: un enfoque desde la teoría de los grupos de interés y el análisis de redes sociales*. Second Isbee World Congress. Sao Paulo, Brasil.
- POLONSKY, M.J. (1995). "A stakeholder theory approach to designing environmental marketing strategy", *Journal of business and industrial marketing*, 10, 3, pp. 29-46.
- RIVERO, P. (2009). *Análisis de balances y estados complementarios*. Madrid: Ed. Pirámide.
- RODRÍGUEZ, J. (1999). *Teoría de la Agencia*. Disponible en: www.uah.es/estudios_de_organizacion/temas_organizacion/teor_organiz/teoria_agencia.htm.

- RODRÍGUEZ-LÓPEZ, M. (2001). “Predicción del fracaso empresarial en compañías no financieras. Consideraciones de técnicas de análisis multivariante de corte paramétrico”, *Actualidad Financiera*, 6, pp. 27-42.
- SAIZ, L. y MANZANEDO, M.A. (1998). *La estructura organizativa un enfoque económico*. Burgos: Editorial Universidad de Burgos.
- SAN JOSÉ, L. y RETOLAZA, J.L. (2008): “*Joint cash holding: perspectiva ética en la gestión de tesorería*”, Coordinado por J. Pindado y G. Payne, Vol. 1 Asociación Europea de Dirección y Economía de Empresa. Congreso Nacional Salamanca. http://dialnet.unirioja.es/servlet/fichero_articulo?codigo=2724525.
- SAVAGE, G.T.; NIX, T.H.; WHITEHEAD, C.J. y BLAIR, J.D. (1991). “Strategies for assessing and managing organizational stakeholders”, *Administrative of Management Executive*, 5, 2, pp. 61-75.
- SHARMA, S. (2004). “Through the lens of managerial interpretation: stakeholder engagement, organizational knowledge and innovation”, Gronen research workshop. Granada.
- SIMON, H.A. (1951). *Models of bounded rationality. Behavioral Economics and Business Organization*. Vol. 2. Cambridge: MIT Press.
- SMITH, H.J. (2003). “The Shareholders versus Stakeholders debate”, *MIT Sloan Management Review*, 44(4), pp. 85-91.
- SOMOZA, A. (2001). “La consideración de factores cualitativos, macroeconómicos y sectoriales en los modelos de predicción de la solvencia empresarial”, *Papeles de Economía Española*, 89/90, pp. 402-426.
- STRAUB, D.; WEILL, P. y SCHWAIG, K. (2008). “Strategic dependence on the IT resource and outsourcing: A test of the strategic control model”, *Inf Syst Front*, 10, pp.195-210.
- SUÁREZ, J. (2007). “Relaciones entre organizaciones y stakeholders: necesidad de una interacción mutua entre los diversos grupos de interés”, *Innovar*, 17 (30), pp. 153-158.
- TENG, J.T.; CHEON, M.J. y GROVER, V. (1995). “Decisions to outsource information systems functions: Testing a strategy theoretic discrepancy model”, *Decision Sciences*, 26(1), pp. 75-103.

- TOCA, C.E. (2007). Desarrollos teóricos para la comprensión y el análisis de stakeholders. Documentos de administración, 6. Pontificia Universidad Javeriana.
- TOMÁS, J.; AMAT, O. y ESTEVE, M. (2002). *Cómo analizan las entidades financieras a sus clientes*. Barcelona: Ediciones Gestión 2000.
- UCIEDA, J.L. (1999). *La gestión Empresarial: Análisis y Control*. Colección de la Asociación Española de Contabilidad Directiva. Madrid: Editorial El Drac.
- VACA, M.R.; MORENO, M.J. y RIQUEL, F. (2007). “Análisis de la responsabilidad social corporativa desde tres enfoques: stakeholders, capital intelectual y teoría institucional”. En J.C. Ayala Calvo y grupo de investigación FEDRA, *Conocimiento, innovación y emprendedores: Camino al futuro* (pp. 3130-3142).
- VAN HEMMEN, E. (1998). “Funcionamiento del sistema concursal español: eficiencia económica y aspectos distributivos a partir de la información”, II Jornadas de Economía Financiera. Bilbao.
- VAN HEMMEN, E. (2000). “Reasignación de Recursos y Resolución de Contratos en el Sistema Concursal Español”, Ponencia presentada al X Congreso Nacional de ACEDE, Oviedo.
- VENDRELL, A. (2007). *La dinámica de la estructura de capital. Evidencia para la empresa industrial española*. Tesis doctoral Universidad de Lleida.
- WALKER, B. (1989). “Diversity and stability in ecosystem conservation”. En: D. Western y M. Pearl (Eds.), *Conservation for the Twenty-first Century* (pp. 411-422). London: Oxford University Press.
- WEISS, L. (1990). “Bankruptcy resolution. Direct costs and violation of priority of claims”, *Journal of Financial Economics*, 27 (2), pp. 282-314.
- WILLIAMSON, O.E. (1964). *The economics of discretionary behavior: managerial objectives in a theory of the firm*. Englewood Cliffs.
- ZAVGREN, C.V. (1985). “Assessing the Vulnerability to Failure of American Industrial Firms: A Logistic Analysis”, *Journal of Business Finance and Accounting*, Spring, pp. 19-44.