

TEMA 6

LA TEORIA D'AGÈNCIA I LES DECISIONS FINANCERES

Invertir en els mercats és semblant a participar en un concurs de bellesa [...]. Hem de seleccionar les sis cares més boniques entre centenars de models i el guanyador del concurs serà l'elecció que s'acoste més a l'elecció mitjana de la resta dels participants.

John Maynard Keynes

Si jo et dec una lliura, tinc un problema; però si te'n dec un milió, el problema és teu

John Maynard Keynes

– *Enfocament contractual* → analitza l'empresa com a:



diferents grups d'individus amb:

- diferents interessos,
- diferent informació sobre l'empresa.



es reuneixen per fer pactes per aconseguir els seus objectius.

– Pactes ≡ *contractes*, poden ser:

- *Explícits* → tenir estatus jurídic com a tal.
- *Implícits* i inarticulats (sense tenir el suport de la força de la llei); no obstant això, en les relacions reals poden complir les mateixes funcions que els contractes formals.

– Empresa → conjunt de contractes, explícits i implícits:

→ funcions que han de representar els participants (empleats, directius, propietaris, prestadors, etc.) i defineixen els seus drets i les seues obligacions sota un conjunt de condicions.

- *Contracte complet o perfecte* → quan s'hi descriuen totes les contingències per a cada situació possible i les dues parts estan assabentades que seran beneficiades si compleixen els termes establerts.
- *Racionalitat limitada* → impossibilitat de tenir en compte totes les possibilitats i d'especificar-hi el que es faria en cada cas. En les relacions reals apareixen situacions noves i no esperades davant les quals les parts s'han d'adaptar.
- Cal tenir en compte la *distribució asimètrica de la informació* entre les dues parts del contracte.
 - possibilita els **comportaments oportunistes** per part d'alguna de les parts en perjudici de l'altra o, fins i tot, l'incompliment del contracte.
- L'anàlisi de les decisions financeres es realitza en el context següent:
 - *Informació imperfecta i contractació incompleta* → imperfeccions que poden originar conductes egoistes que perjudiquen una de les parts contractants.
 - *Costos de motivació o incentiu* → per evitar les conductes oportunistes i ajustar els interessos dels participants. Són costos que s'han de considerar quan es prenen les decisions financeres amb l'objectiu de minimitzar-los.

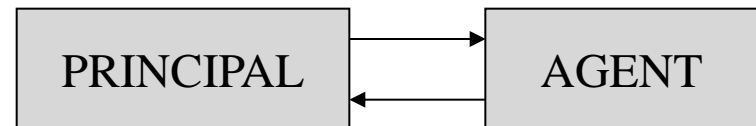
→ La teoria de l'agència

– Estudia les relacions que hi ha entre els grups d'individus:

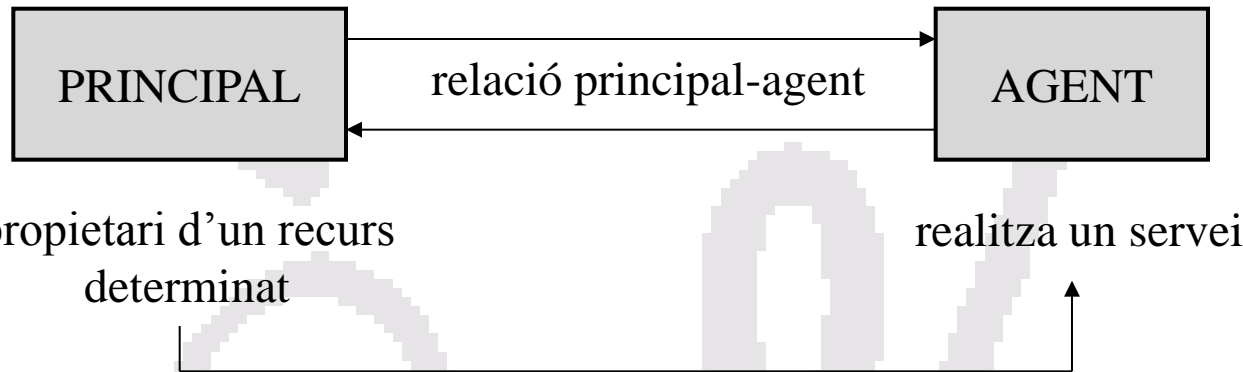
- Determinen el *comportament de l'empresa* i la presa de *decisiones financeres*.
- Reconeix que els *diferents grups d'interès* de l'empresa *no disposen de la mateixa informació* sobre l'empresa.
- Els factors que poden afectar-li, a més de la *divergència d'interessos*, provoca conflictes entre els grups, la solució dels quals, tanmateix, genera costos, els anomenats *costos d'agència*.

→ segons la teoria d'agència, **les decisions financeres òptimes seran les que minimitzen els costos d'agència.**

– *La teoria de l'agència* estudia les relacions entre els diversos grups que formen l'empresa.



I. LA TEORIA DE L'AGÈNCIA



- encarrega
- delega una certa capacitat de decisió

– Característiques d'una relació d'agència:

- *Divergència d'interessos*
- *Asimetria informativa*

Atès que hi ha un conflicte d'interessos entre els dos grups, l'agent que té més informació pot tenir un comportament oportunista i perjudicar els interessos del principal.

origina dos tipus de *problemes d'agència*:

- *selecció adversa* (abans de contractar),
- *risc moral* (després de contractar).

Per evitar-los,
cal tenir
COSTOS D'AGÈNCIA

– *Costos d'agència* → “els costos que implica el disseny i la posada en marxa de sistemes adequats d'incentius, de restriccions i de penalitzacions que **intenten forçar els agents perquè actuen en interès del principal** i que depenen tant de les característiques de la relació d'agència (grau de conflicte i d'asimetria informativa), com de les característiques de les transaccions que es porten a terme amb aquesta relació”, és a dir:

1) **Selecció adversa**: sorgeix quan, abans de contractar, una de les parts s'aprofita d'una determinada informació per oferir transaccions que perjudiquen l'altra part. També s'anomena *antiselecció*:

· Per exemple, demanar un préstec sense ser solvent o vendre un producte amb algun defecte → l'intercanvi sols es realitzarà si hi ha confiança entre les parts, s'aconseguirà si s'hi introdueixen mecanismes que, encara que són costosos, eviten l'oportunisme i reduïsquen el problema de selecció adversa.

∃ dos tipus de mecanismes per reduir aquest problema:

a) Selecció o *screening*: classificar els individus fent que revelen la seua informació oculta en haver de triar una mena de contractes autoselectius (tipus d'interès/garanties en crèdits)

b) Senyalament o *signaling*: donar a conèixer, mitjançant un senyal, informació d'interès abans de realitzar el contracte (garantia de devolució d'un producte)

2) **Risc moral**: és quan una de les parts, després de contractar, s'aprofita d'una informació determinada. Sorgeix per la dificultat de controlar el comportament de l'agent en el compliment de les seues obligacions:

· per exemple, una pòlissa d'assegurances a tot risc (només a tercers en cotxes).

∃ diversos mètodes per disminuir i controlar el problema del risc moral:

a) *Seguiment i vigilància*,

b) *Utilitzar contractes d'incentius*,

c) *Dipositar avals o fiances...*

→ Classificació dels costos d'agència

– *Costos de salvaguarda*: costos necessaris per supervisar i garantir l'activitat subjecta a intercanvi. Aquests són:

- Costos de *supervisió i seguiment* (principal) → establir sistemes de control del comportament de l'agent (incentius, restriccions i penalitzacions dels agents per obligar-los a actuar en interès del principal). **Com majors són els costos → menor probabilitat de comportament oportunista.**

- Costos de *garantia* (agent) → costos que té l'agent per donar a conèixer la seua actuació al principal (bona reputació, formació...).

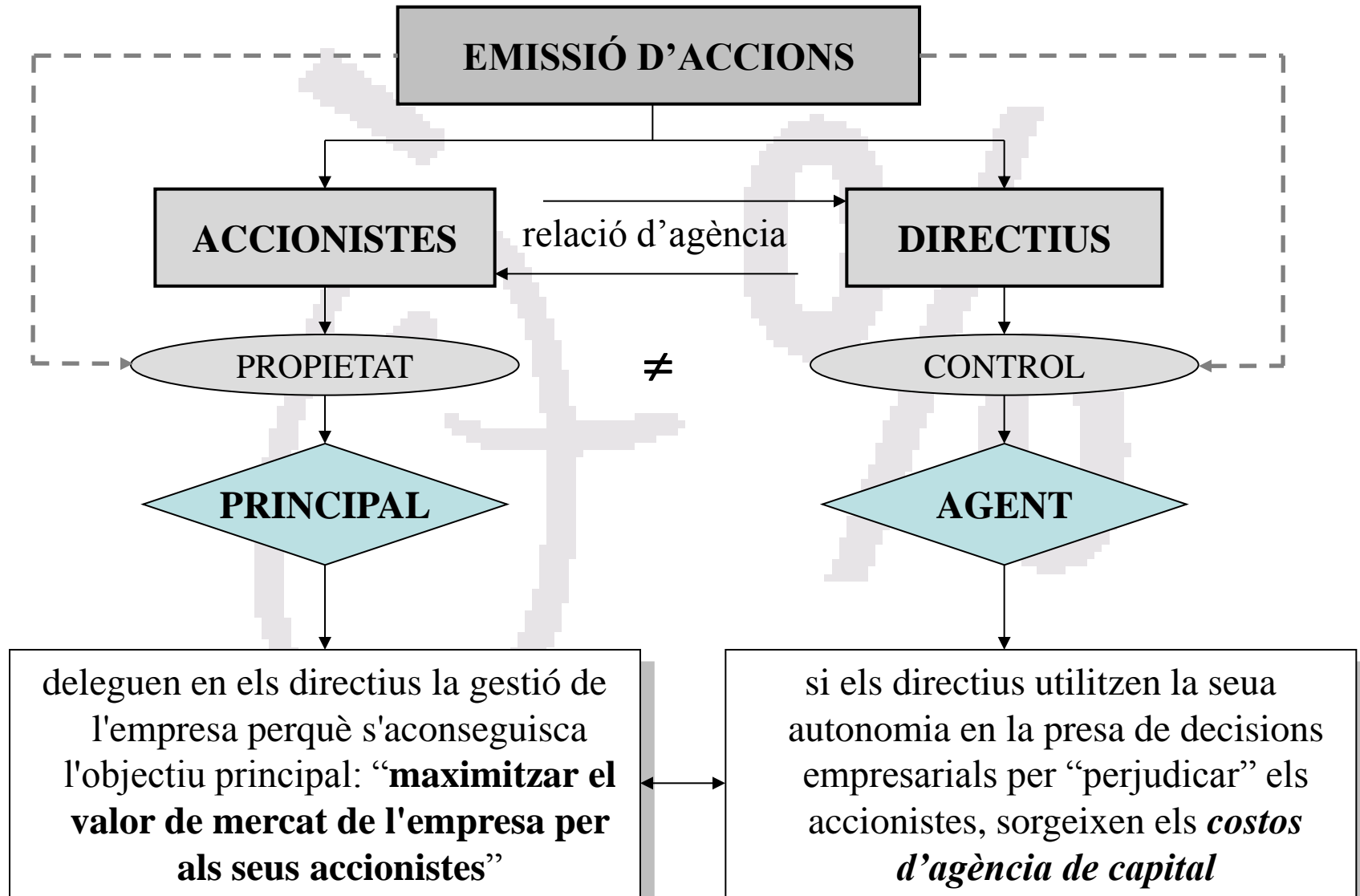
– *Pèrdua residual*: pèrdua de riquesa que sofreix el principal per un mal comportament de l'agent, tot i que té costos de salvaguarda.

II. LA RELACIÓ D'AGÈNCIA ENTRE ACCIONISTES I DIRECTIUS

2

TEMA

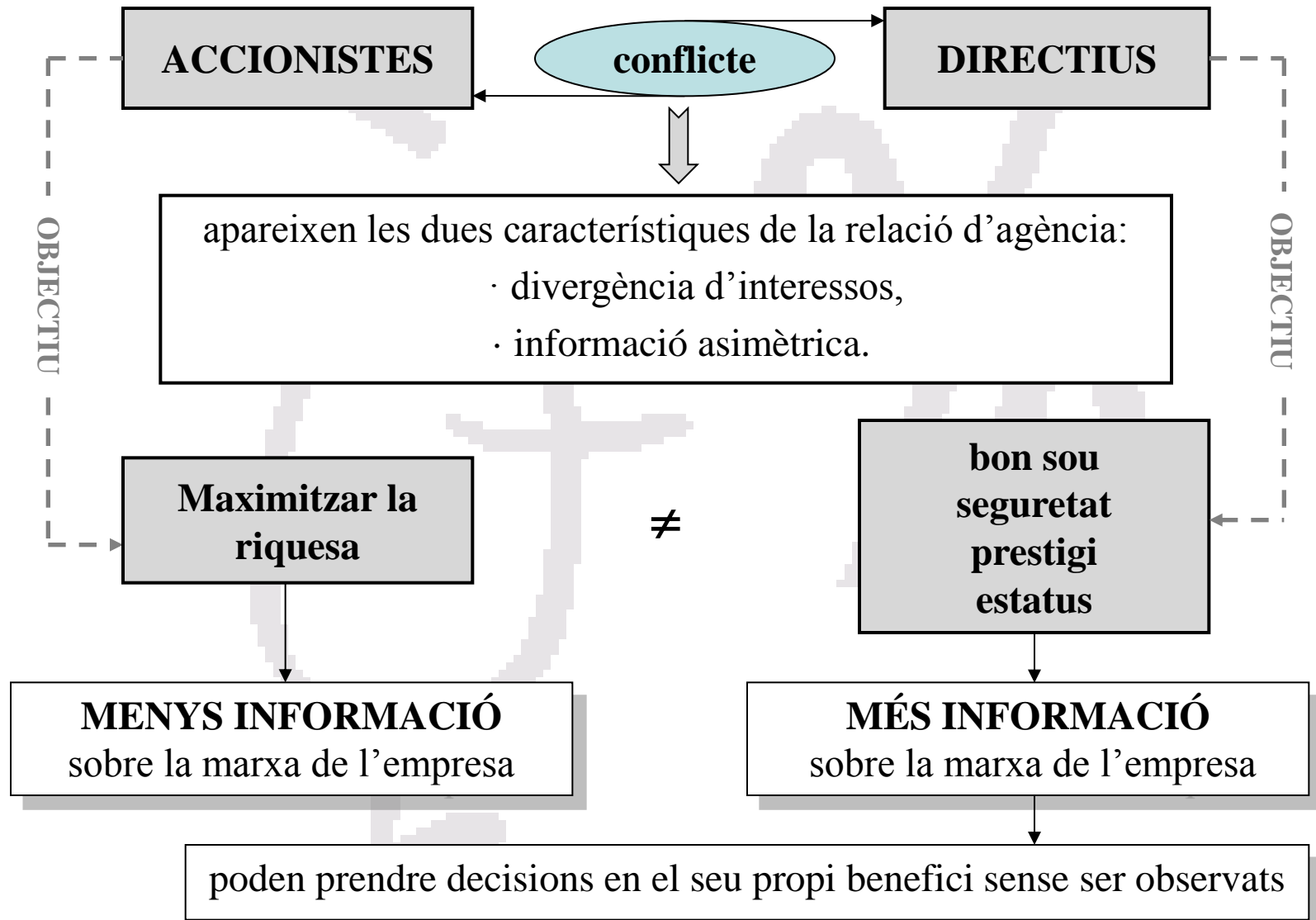
6



II. LA RELACIÓ D'AGÈNCIA ENTRE ACCIONISTES I DIRECTIUS

TEMA

6



II. LA RELACIÓ D'AGÈNCIA ENTRE ACCIONISTES I DIRECTIUS

→ **Algunes actuacions egoistes per part del directiu**

- Realitzar inversions que no contribueixen a ΔV_t → problema de *sobreinversió*
- Realitzar un mal ús dels recursos de lliure disposició (fluxos de caixa lliure) o *free cash flow*, que són els recursos que queden disponibles després de realitzar totes les inversions amb un VAN > 0.
- No portar a terme projectes rendibles per ser massa arriscats segons el seu criteri → problema d'*infrainversió*
- No esforçar-se prou per complir els objectius del principal → problema de ganduleria

Per **minimitzar els costos d'agència** hi ha solucions diverses:

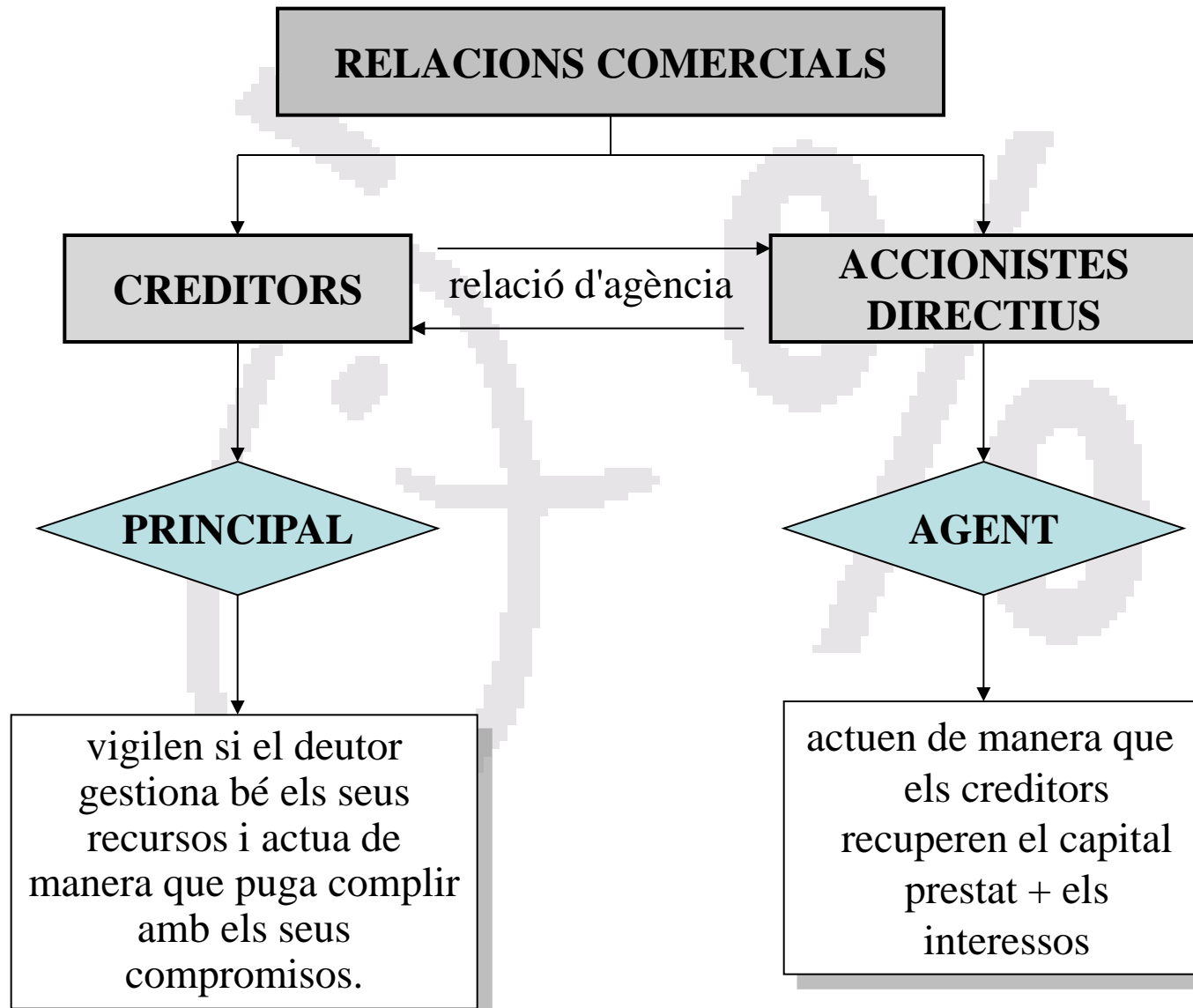
- Per evitar els problemes de *selecció adversa* → els bons directius envien senyals al mercat per indicar als inversors, actuals i potencials, que **l'empresa està ben gestionada** (polítiques de dividends, anuncis de beneficis, adquisició d'altres empreses...).
- Per evitar els problemes de *risc moral* → els accionistes han dissenyat una sèrie d'incentius econòmics que motiven els directius a actuar en el seu interès: bonificacions, pagament en accions, opció d'accions (*stock options*)...

III. LA RELACIÓ D'AGÈNCIA ENTRE ACCIONISTES I CREDITORS

3

TEMA

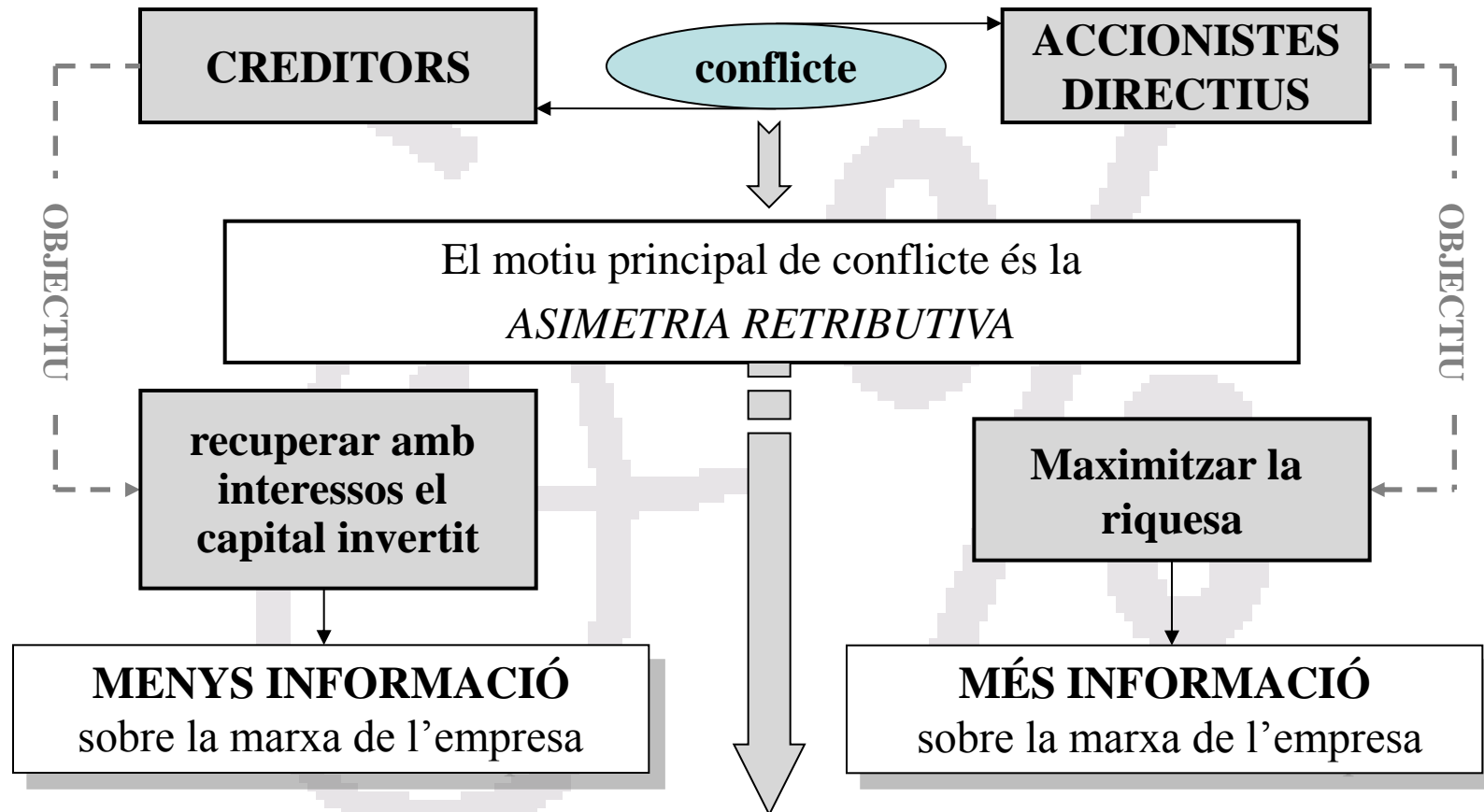
6



III. LA RELACIÓ D'AGÈNCIA ENTRE ACCIONISTES I CREDITORS

TEMA

6



- Els drets dels creditors tenen preferència sobre els dels accionistes.
- En cas de liquidació, si $V_t < \text{deute}$ → el creditor potser no cobreix la totalitat del deute → assumeix riscos.
- Els contractes es fixen d'acord amb el risc de l'empresa.

III. LA RELACIÓ D'AGÈNCIA ENTRE ACCIONISTES I CREDITORS

→ Algunes actuacions egoistes per part dels accionistes

– *Substitució d'actius* per altres de més risc.

– *Inversió subòptima:*

· Invertir en projectes molt arriscats amb $VAN < 0$ → *sobreinversió*

· Si es deixa d'invertir en projectes poc arriscats, tot i que tinguen $VAN > 0$

→ *infrainversió*

– *Dilució de drets* amb l'emissió de deute adicional o mitjançant la política de dividends (repartiments extra de dividends).

– El major cost del deute o la impossibilitat de realitzar projectes perquè es denega un préstec són *costos d'agència del deute* que genera la relació d'agència entre creditors (obligacionistes) i deutors (accionistes).

Per **minimitzar els costos d'agència** hi ha solucions diverses:

· Emissió de títols de *deute convertible* que actua sobre l'origen del problema, és a dir, sobre la asimetria retributiva del deute i les accions → el creditor (obligacionista) passaria a ser propietari (accionista).

III. LA RELACIÓ D'AGÈNCIA ENTRE ACCIONISTES I CREDITORS

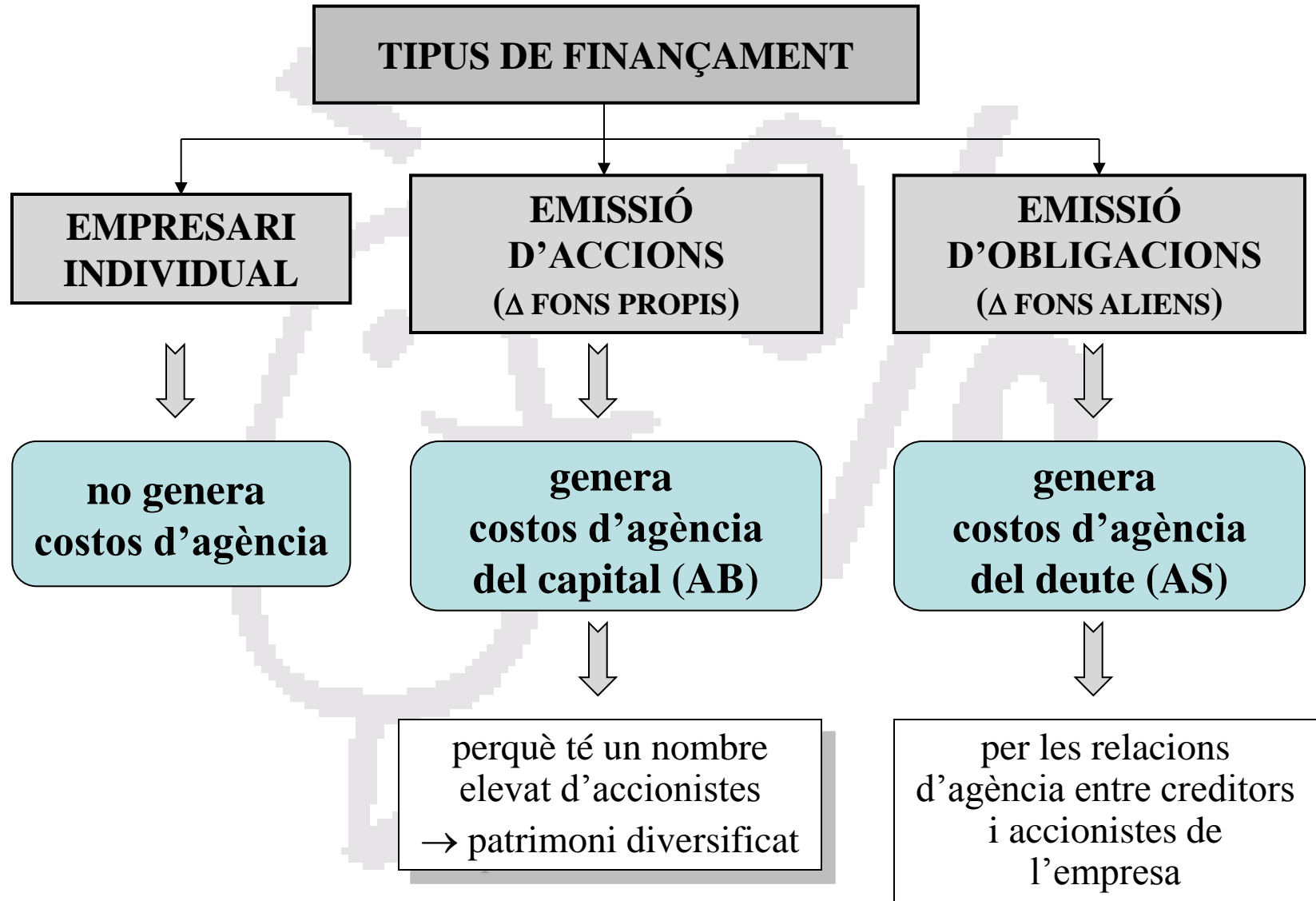
- Per evitar els problemes de *selecció adversa* → interessa als creditors dur a terme **actuacions de supervisió** abans de la concessió del crèdit per seleccionar-ne els clients. Informació sobre l'empresa. Contractes autoselectius (els clients més solvents trien menor tipus d'interès i majors garanties) → empreses amb bona reputació.
- Per evitar els problemes de *risc moral* → s'usen les **clàusules de protecció** en els contractes de préstec:
 - Poden ser negatives i prohibir certes actuacions (emetre més deute, repartir dividendes excessius, fusions, vendre actius, lísing, etc.).
 - Poden ser positives i obligar a compromisos determinats (lliurar informació periòdica, retirar o amortitzar deute en moments concrets, etc.).

IV. LA DECISIÓ D'ENDEUTAMENT I LA TEORIA D'AGÈNCIA

4

TEMA

6



IV. LA DECISIÓ D'ENDEUTAMENT I LA TEORIA D'AGÈNCIA

→ Factors que afecten aquests costos d'agència (de capital i deute)

– Els canvis en l'estructura financera → quan s'altera la relació entre recursos propis i aliens → concentració de la propietat.

↳ efectes positius i negatius sobre V_t

↳ buscar una **ESTRUCTURA ÒPTIMA** que maximitze el valor de l'empresa

– Ja coneixem el valor de l'empresa:

$$V_L^{tc} = V_U^{tc} + B \cdot t_C - B \cdot C_{df}$$

– El volum d'endeutament (B) provocava:

· Estalvis fiscals → $r_B \cdot B \cdot t_C$

· Costos de dificultats financeres → quan superava un cert volum de B.

↳ proposa l'existència d'un *volum òptim que maximitze el valor de l'empresa*.

IV. LA DECISIÓ D'ENDEUTAMENT I LA TEORIA D'AGÈNCIA

– Quan s'hi introdueixen les imperfeccions de *contractació incompleta* + *informació asimètrica* → apareixen nous efectes sobre V_t que produeixen variacions en el nivell de deutes (B):

1) Apareixen els costos que origina la **relació d'agència entre creditors i deutors** o els *costos d'agència del deute* (que denotem amb AB), els quals formaran part dels *costos de les dificultats financeres*:

- Si ΔB → major probabilitat que l'accionista es comporte de manera egoista → el creditor exigeix major tipus d'interès i més clàusules restrictives → Δ costos d'agència.
- Els costos d'agència del deute → Δ costos de dificultats financeres:
 - ↳ la corba que representa el valor de l'empresa es desplaça cap avall perquè el creixement dels C_{df} (que inclouen els costos d'agència del deute o AB) és més ràpid i l'endeutament òptim s'obté abans.

IV. LA DECISIÓ D'ENDEUTAMENT I LA TEORIA D'AGÈNCIA

2) Un alt nivell de deute → **disminueix** el conflicte entre accionistes i directius → ofereix incentius perquè aquests últims siguin eficients, per la qual cosa **l'augment de deute redueix els costos d'agència del capital:**

- En la mesura que el deute complisca aquestes funcions, el nivell d'endeutament òptim serà major en un món amb costos d'agència del capital que en un món sense aquests costos.
- Si anomenem **AB** els costos d'agència del deute i **AS** els costos d'agència del capital, el valor de l'empresa tenint en compte l'efecte conjunt de totes les imperfeccions serà:

$$V_L^{tc} = V_U^{tc} + B \cdot t_c - \underbrace{B \cdot C_{df}}_{\text{inclou AB}} - AS$$

- Els costos d'agència del deute (AB) són tan elevats que la consideració dels costos d'agència del capital (AS) mai no suposarà que la seua disminució compense l'efecte negatiu, per la qual cosa **continuarà havent-hi un nivell òptim d'endeutament a partir del qual el valor de l'empresa disminuirà.**

- S'introdueix l'existència de *contractació incompleta* i d'*asimetries informatives* en l'estudi de la **política de dividends**.
- Marc teòric de la teoria d'agència → explica les **diverses polítiques de repartiment** de dividends que segueixen les empreses, que estan d'acord amb els costos d'agència.
- La teoria d'agència assigna a la política de dividends dues **funcions** importants:
 - Mecanisme que serveix per conciliar els interessos dels diversos grups de l'empresa (disminuir els costos d'agència).
 - Mecanisme per transmetre informació al mercat sobre les perspectives de l'empresa (funció informativa dels dividends).
- La teoria d'agència defensa l'**existència d'una política òptima de repartiment de dividends**.
- S'han de Δ dividends sempre que els beneficis proporcionats per la δ costos d'agència del deute i del capital ($AB + AS$) compense els costos fiscals i d'emissió de nous títols lligats al nivell de repartiment de dividends esmentat.

V. LA POLÍTICA DE DIVIDENDS I LA TEORIA D'AGÈNCIA

TEMA

6

- Una política de dividends alts \rightarrow δ finançament intern disponible \rightarrow incrementa la freqüència amb què els directius de l'entitat emeten títols. Se sotmeten a l'examen que els imposa el mercat.
- No hi ha una única política de dividends adequada per a totes les empreses, ja que serà diferent segons la importància dels costos d'agència existents en la relació directiva de cada empresa.
- El paper més important que la teoria d'agència assigna a la política de dividends és la seua **funció informativa** davant de la diversa informació que sobre els futurs plans de l'empresa tenen els accionistes i els directius.
- La política de dividends és considerada pels inversors com una manera de transmetre informació sobre les perspectives futures de l'empresa i, d'aquesta manera, és possible que la política de dividends influísca en el valor de les accions.
- Perquè els dividends siguin un mecanisme eficient de senyalització han de complir-se els requisits perquè siga creïble: el senyal enviat per una empresa amb èxit no l'ha de poder imitar una altra empresa, perquè el cost d'enviar un missatge fals és molt alt; els directius han de tenir els incentius adequats per utilitzar correctament el senyal i els dividends han de ser el mecanisme més barat per transmetre informació al mercat.