



# CaixaBank

---

**Research**

Artícle Genèric

---

[Mercats financers](#)

## L'ànima de les empreses

Contingut disponible en  
Anglès Espanyol



## Judit Montoriol-Garriga

Economista sènior

---

A les aules de la majoria d'escoles de negocis, s'ensenya que l'objectiu que han de perseguir les empreses és la maximització del valor per a l'accionista. A la pràctica, això s'ha interpretat, generalment, com a maximització del preu de l'acció. No obstant això, la presa de decisions basada, només, en el valor de les accions pot comportar una visió a curt termini que pot perjudicar la viabilitat de l'empresa a llarg termini i, al capdavall, afectar els interessos dels accionistes. Per evitar aquest comportament, les empreses poden adoptar mecanismes de govern corporatiu que protegeixin el conjunt dels interessats que mantenen relacions contractuals amb l'empresa (stakeholders). En aquest article, s'analitzen, en primer lloc, el paradigma de la maximització del valor per a l'accionista i les seves limitacions i, en segon lloc, algunes propostes alternatives que promouen la generació de valor a llarg termini per a tots els stakeholders.

Segons la teoria econòmica neoclàssica, l'objectiu de l'empresa és la maximització de beneficis. En un mercat eficient, amb competència perfecta i informació completa, el preu de l'acció és la millor estimació del valor de l'empresa, ja que correspon al valor present dels beneficis esperats en el futur. Els accionistes, com a propietaris de l'empresa, es preocupen d'obtenir la màxima rendibilitat de la seva inversió, i, en conseqüència, la presa de decisions empresarials es pot resumir de forma molt senzilla: cal acceptar tots els projectes que incrementin el valor de l'acció i rebutjar els que el redueixin.

A la pràctica, atès que les grans empreses cotitzades tenen una estructura de propietat molt dispersa, els accionistes, de forma individual, tenen pocs incentius

per exercir el control sobre els gestors. En aquest context, la disciplina de mercat exerceix un paper fonamental en el control de la gestió empresarial. D'una banda, des del punt de vista individual, l'accionista té la possibilitat de vendre les accions al mercat (una pràctica anomenada the Wall Street walk). De l'altra, des del punt de vista del conjunt de l'empresa, el mercat del control societari permet que una altra empresa aprofiti l'oportunitat per fer-se amb les regnes de la gestió a un preu baix, mitjançant el que es coneix com una oferta pública d'adquisició (OPA) hostil. De tota manera, perquè aquests mecanismes de control extern funcionin, és imprescindible que el mercat borsari sigui ampli, àgil i molt líquid, que el preu de l'acció reflecteixi, en gran part, el valor fonamental de l'empresa, i que no hi hagi impediments legals a les OPA.

En la realitat, però, les empreses operen en un entorn de mercats imperfectes i amb incertesa. Això implica que el preu de l'acció es pot desviar del seu valor fonamental (vegeu l'article «La formació dels preus als mercats financers: entre la raó i l'emoció», en aquest mateix Dossier), la qual cosa representa una limitació important per al correcte funcionament dels mecanismes de disciplina de mercat descrits més amunt. En conseqüència, se solen adoptar mecanismes de control intern que ajudin a l'assoliment de l'objectiu de maximitzar el valor per a l'accionista. La teoria desenvolupada per Jensen i Meckling (1976) va representar un pas important per reconèixer de forma explícita els problemes dels incentius derivats de la separació entre propietat i control. Per alinear els incentius dels directius amb els interessos dels accionistes, argumenten, cal dissenyar sistemes de compensació que vinculin la retribució dels directius a l'exercici empresarial (pay for performance). L'adopció d'aquestes pràctiques al món empresarial ha estat massiva: la retribució variable dels directius s'ha incrementat de forma exponencial en les dues últimes dècades, i, a més a més, perquè aquesta retribució sigui més sensible a l'evolució del preu de l'acció, s'han adoptat fórmules com les opcions de compra d'accions (stock options), que permeten vincular la retribució dels directius a l'augment (però no al descens) del preu de l'acció (vegeu el primer gràfic).<sup>1</sup>

Així i tot, cada vegada hi ha més evidències de les conseqüències perniciososes d'aquests sistemes d'incentius, en especial perquè propicien l'assoliment de

beneficis a curt termini, en detriment de la creació de valor a llarg termini. La pressió que tenen els directius per incrementar el valor present de l'acció es veu reforçada pels analistes, que realitzen prediccions sobre l'evolució empresarial a molt curt termini, i per alguns accionistes, que tenen un horitzó temporal d'inversió curt. El treball de Graham et al. (2005)<sup>2</sup> és una clara il·lustració d'aquest fenomen. Mitjançant enquestes a directors financers de grans empreses dels EUA, troben que gairebé la meitat rebutjaria projectes de valor present net positiu si la seva acceptació impliqués no complir les expectatives dels analistes sobre els beneficis trimestrals. És a dir, la majoria de directius es mostren disposats a sacrificar el valor a llarg termini pels guanys a curt termini, amb la finalitat de no defraudar les expectatives de mercat. Aquest resultat mostra que les pressions de mercat a les quals estan subjectes les empreses cotitzades tenen importants conseqüències sobre les decisions d'inversió. Segons un estudi d'Asker et al. (2013), la inversió anual de les empreses cotitzades representa, de mitjana, el 4,4% del total d'actius, una xifra sensiblement inferior a la ràtio d'inversió d'un grup comparable d'empreses no cotitzades, que se situa en el 6,8% (vegeu el segon gràfic). A més a més, la inversió en R+D també és menor, ja que es caracteritza per un temps i per una incertesa majors fins a l'obtenció de fluxos de caixa, i la distribució de dividends sol ser superior. Això acaba repercutint en un menor valor de l'empresa i acaba perjudicant tots els interessats, inclosos els mateixos accionistes. A més a més, la generalització del problema de la subinversió empresarial pot tenir conseqüències macroeconòmiques rellevants, ja que redueix l'acumulació de capital i limita la capacitat competitiva de les empreses a nivell global.

Davant aquesta evidència, cada vegada són més les veus crítiques contra el paradigma de la maximització del valor per a l'accionista. Al mateix temps, les teories que tenen en compte una visió més àmplia de l'objectiu empresarial van guanyant adeptes.<sup>3</sup> Segons aquestes teories, els accionistes no són els únics propietaris de les empreses. Els empleats, els proveïdors, els clients i els tenidors de bons, a més dels accionistes, també tenen relacions contractuals amb l'empresa, les quals els atorguen drets de propietat sobre els ingressos empresarials generats. L'empresa és entesa com un mecanisme de coordinació de les inversions específiques de tots els stakeholders, la qual cosa fa necessari que

les relacions entre tots ells es basin en la confiança mútua i en el compromís amb l'empresa. Aconseguir-ho, però, no és una tasca senzilla. Algunes empreses opten per fer explícits uns valors empresarials o per definir una missió més enllà de l'assoliment dels beneficis empresarials. Amb això es pretén, per exemple, que els empleats tinguin una major motivació intrínseca, ja que se senten identificats amb els valors empresarials, o que aquests valors siguin percebuts com un element diferenciador per part dels clients.

Aconseguir el compromís a llarg termini del capital pot ser una mica més complex, a causa de la possibilitat que tenen els accionistes de vendre les accions i de retirar el capital de l'empresa en qualsevol moment. Aquesta pràctica pot ser perniciosa per a la resta d'stakeholders, ja que el valor de les inversions específiques es redueix davant un comportament oportunista dels accionistes. Per evitar-ho, és necessari establir mecanismes que comprometin el capital de forma duradora. En aquest sentit, destaca la proposta de Colin Mayer (2013) d'assignar el poder de votació als accionistes en funció del temps de compromís de les inversions.<sup>4</sup> També són interessants els nous models empresarials que, a més de maximitzar els beneficis, persegueixen objectius de caràcter social o mediambiental, com, per exemple, les corporacions de benefici (B corps). Aquestes empreses reconeixen la diversitat d'objectius i d'interessos dels accionistes, que, a més de rendibilitzar la inversió, busquen donar resposta als reptes globals socials i ambientals i tenir un impacte positiu al món. Lluny de ser un model utòpic, les B corps són un exemple d'èxit empresarial. El compromís que adquireixen aquestes empreses no és simplement retòric. Mentre que una empresa tradicional pot abandonar les finalitats altruistes quan ho consideri oportú, les B corps han de respondre davant els accionistes sobre l'assoliment de la missió social de la mateixa manera que ho fan sobre els beneficis. El cost reputacional d'abandonar aquestes finalitats socials seria massa gran.

En conclusió, el debat sobre quin ha de ser l'objectiu que persegueixen les empreses continua obert. La focalització a curt termini ha generat nombrosos perjudicis. Per això són positives les pràctiques empresarials que donen més pes a visions a llarg termini. Els inversors també necessiten mecanismes que els permetin comprometre's a llarg termini.

Judit Montoriol-Garriga

Departament de Macroeconomia, Àrea de Planificació Estratègica i Estudis, CaixaBank

1. Frydman i Jenter (2010) «CEO Compensation».
2. Graham, Harvey i Rajgopal (2005) «The Economic Implications of Corporate Financial Reporting», Journal of Accounting and Economics.
3. Stout, L. (2013) «The shareholder value myth».
4. Mayer, C. (2013) «Firm Commitment: Why the corporation is failing us and how to restore trust in it».



Judit Montoriol-Garriga

Economista sènior





*Research*