

MYERS MAJLUF 1984: UN AUTOR CHILENO ENTRE LOS ARTÍCULOS ACADÉMICOS MÁS IMPORTANTES EN FINANZAS

El famoso paper “*Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*”, por Stewart C. Myers y Nicholas S. Majluf, es uno de los más influyentes que se han publicado. Uno de sus autores, Nicolás Majluf, es un profesor chileno de la escuela de Ingeniería de la Pontificia Universidad Católica de Chile. En el mes de la patria, recordamos este importante aporte a las finanzas corporativas.

Por Francisco Baraño, CFA.

El paper “*Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*”, conocido en la academia como “Myers Majluf 1984”, sigue siendo uno de los artículos académicos más importantes que se han escrito.

El hecho de que uno de sus autores, Nicolás Majluf, sea un académico chileno, lo hace aún más interesante para la CFA Society de Chile¹, y quisimos destacarlo en septiembre, el mes en que celebramos a la patria.

Algunos temas que se abordan son los siguientes:

- Teoría del Orden de Preferencia (*Pecking Order Theory*)

Las empresas prefieren financiarse en el siguiente orden:

1. Fondos internos
2. Deuda
3. Acciones

La emisión de acciones envía una señal negativa a los inversionistas, que infieren que los administradores venden porque la empresa está sobrevaluada. Esto diluye a los accionistas existentes y deprime el precio de la acción.

- Problema de Selección Adversa

Si los administradores emiten nuevas acciones, los inversionistas no pueden distinguir si la empresa realmente vale lo que aparenta, o si los administradores están aprovechando una sobrevaloración del valor de la acción.

Los inversionistas racionales descuentan el precio de la acción, haciendo que la emisión de acciones sea costosa.

- Subinversión

Sorprendentemente, debido a este descuento, **las empresas pueden rechazar proyectos con VAN positivo en lugar de emitir acciones.**

Esta ineficiencia en la utilización del capital surge únicamente de la asimetría de información entre los administradores y los inversionistas, no de los fundamentos del proyecto.

- Rol de la Deuda

La deuda está menos sujeta a problemas de mala valoración, ya que su pago es menos sensible a la información privada sobre el valor de la empresa.

Por eso, el financiamiento con deuda es preferido después de los fondos internos, pero antes de la emisión de acciones.

¹ De hecho, el profesor Majluf aportó con una valiosa columna a la edición de agosto 2022 de nuestra Newsletter.

No es posible reproducir el contenido del artículo en esta columna, pero si transmitir la intuición básica de la idea central utilizando una versión resumida del ejemplo descrito en el *paper* original.

Se asume que:

- Los administradores de la empresa tienen más información que los inversionistas, y éstos lo saben.
- Los administradores actúan para defender los intereses de los accionistas antiguos (los existentes, antes de una emisión).
- Hay dos estados igualmente probables.
- P es el valor de mercado para los accionistas antiguos cuando no se emite capital, y P' cuando se emite capital.
- Se define S ("*financial slack*" u holgura financiera) a la capacidad de la empresa para financiarse con la suma de caja disponible y emisión de deuda. En este ejemplo, la empresa no tiene liquidez disponible (es decir, $S=0$).
- El proyecto de inversión requiere una inversión $I=100$.
- Como $S=0$, si la empresa quiere llevarlo a cabo debe emitir capital accionario por $E=100$.
- Se define " a " como el valor del activo existente, y " b " como el valor presente neto del proyecto.
- Hay dos estados posibles: uno "bueno" y otro "malo". Los valores de a y b son los siguientes en cada caso:

Estado	Activo existente a	VAN del proyecto b	Total $a + b$
Estado 1 "bueno"	150	20	170
Estado 2 "malo"	50	10	60

- Los administradores conocen en qué estado están; los inversionistas solo conocen la distribución.
- El proyecto es de tipo "todo o nada": si no se invierte en $t=0$, la oportunidad se pierde.

En primer lugar, Myers & Majluf consideran un escenario **en que la empresa siempre emite e invierte**, sin importar el estado.

El valor esperado de $a + b$ es:

$$0,5 \times (150 + 20) + 0,5 \times (50 + 10) = 115.$$

Como la emisión ocurre siempre, no revela información; por lo tanto, el precio de mercado de las acciones existentes sería: $P' = 115$.

La empresa emite $E=100$ para financiar el proyecto. La base total de valoración es entonces:

$$P' + E = 215$$

Los accionistas antiguos tienen $115/215$ del valor total, y los nuevos $100/215$ del valor total.

Veamos el valor de cada grupo de accionistas, en cada uno de los dos estados:

	Acc. antiguos	Acc. nuevos
Estado 1 "bueno" $a=150, b=20$	$(115/215) \times 270 = 144,42$	$(100/215) \times 270 = 125,58$
Estado 2 "malo" $a=50, b=10$	$(115/215) \times 160 = 85,58$	$(100/215) \times 160 = 74,42$

Es decir:

- En el Estado 1, sin emitir ni invertir, los antiguos recibirían $a=150$. Con emisión, reciben $144,42$. Por lo tanto, **prefieren no emitir**.
- En el Estado 2, sin emitir, el proyecto no se realiza y tendrían 50 . Con emisión el proyecto si se realiza y obtienen $85,58$. **Prefieren emitir**.

Así, la estrategia de equilibrio es:

- En el Estado 1 (el "bueno"), la empresa no emite ni invierte.
- En el Estado 2 (el "malo"), la empresa sí emite e invierte.

Por lo tanto, si la empresa emite, **el mercado infiere que está en el Estado 2**, y entonces el precio se ajusta a:

$$P' = a + b = 50 + 10 = 60.$$

En el Estado 2 se emite $E = 100$, con lo que:

- Valor total = $60 + 100 = 160$.
- Nuevos accionistas aportan 100, y se quedan con 100.
- Antiguos reciben 60.

En el Estado 1, no hay emisión y los accionistas antiguos conservan $a = 150$.

Por lo tanto, los accionistas antiguos obtienen:

- En el Estado 1: 150
- En el Estado 2: 60

El valor esperado ex ante para los accionistas antiguos es entonces:

$$0,5x(150) + 0,5x(60) = 105.$$

Comparado con el valor esperado bajo la estrategia “emitir siempre” (115), **en valor esperado los accionistas pierden 10**. Esto es el costo de subinversión.

Los inversionistas interpretan la emisión como una señal negativa: “si emiten, es porque están en el estado malo”. Esto hace que el precio baje (de 115 a 60 en el ejemplo).

En consecuencia, aunque en el Estado 1 el proyecto tenía VAN positivo (20), la empresa no lo lleva a cabo para no diluir a los antiguos accionistas con una emisión mal valorada.

El resultado es sorprendente: **la asimetría de información entre la administración de la empresa y los inversionistas induce a dejar de invertir en proyectos con valor presente neto positivo**.

El *paper* desarrolla luego el modelo formal, concluyendo que los accionistas antiguos mejoran su posición si la empresa emite capital sólo cuando se cumple la siguiente condición:

$$(E / P') (S + a) \leq E + b$$

El *paper* continúa analizando estos temas en profundidad y otros relacionados, como las consecuencias de si los inversionistas asumen un papel activo o pasivo, el papel de la deuda con y sin riesgo, la evidencia empírica, y fusiones de empresas.

Invitamos al lector interesado a revisar este artículo. Estamos seguros de que, más de 40 años después de su publicación, siempre habrá algo nuevo que descubrir sobre un tema tan importante como las finanzas corporativas.