

## I26 Stiglitz: On the Irrelevance of Corporate Financial Policy

Text je rozšířením předchozí teorie Modiglianiho, Millera a autora o neexistujícím vlivu finanční politiky firmy na její tržní hodnotu na model s více obdobími, což umožňuje firmě v rámci modelu volit nejen způsob financování, ale i měnit objem vyplacených dividend, strukturu splatností závazků a vlastnit jiné firmy.

Autor tvrdí: Necht' neexistuje bankrot, existují dokonalé trhy pro zcela bezpečné obligace<sup>1</sup>, všechny firmy již učinily svá reálná rozhodnutí<sup>2</sup> a existuje bod všeobecné rovnováhy, ve kterém dochází k vyčištění všech trhů, charakterizovaný v každém stavu světa a v každém čase přiřazením ceny každé obligaci a zároveň každá firma je ohodnocena v každém stavu světa a čase  $t$  a má určenou finanční politiku. Pak existuje jiný bod vyrovnání, ve kterém firma (skupina firem) změnila libovolnou (nebo všechny) finanční politiky, ale ve kterém se tržní hodnota firmy a cena všech dluhopisů nezměnila a investoři upraví svá portfolia buď změnou množství držených dluhopisů odpovídající změně jejich podílu v celkové hodnotě dluhopisů všech firem nebo upraví držení akcií dané firmy podle změny celkového vlastního kapitálu firmy.

Teorém Stiglitz (pominu-li matematický aparát důkazu a přípravu teorému) dokazuje na intuitivně srozumitelném předpokladu. Jestliže se po změně finančního plánu nezměnila hodnota firmy ani hodnota všech dluhopisů, potom se nezměnilo ani rozpočtové omezení jakéhokoliv jedince ani množina spotřebních možností. Protože se množina nezměnila, zvolí racionální jedinec stejný plán spotřeby v jednotlivých obdobích, závisící jen na stavu světa, jako před změnou. Aby dosáhl stejné spotřeby, musí nezbytně upravit své portfolio. Obdobně je dokázána existence nového ekvilibria pro portfolia všech jedinců (za předpokladu, že takové ekvilibrium existovalo před změnou). Základním principem teorému je, že jedinec kompenzuje finanční plán libovolné firmy, a proto je takový plán vůči jednotlivci irelevantní, rozhodující jsou pouze reálná rozhodnutí.

Ve další části textu jsou rozebrány implikace teorému a nezbytnost podmínek. Platnost zdánlivě oslabuje omezení rizika (neexistující jinak identické firmy s různými stupni rizika), předpoklad dokonalých kapitálových trhů<sup>3</sup>, racionalita jedince (optimalizuje spotřebu v čase a nemění ji). Problém kontroly firmy (jedinec může mít zájem na kontrole firmy) a nepřátelského převzetí je vyrvácen na základě předpokladu neexistence bankrotu - skupina přebírající firmu vždy získá dostatečný podíl akcií bez ohledu na postup jedince reagujícího na finanční strategii firmy. Multiplicita ekvilibria vzhledem k relativně slabým předpokladům teorému Stiglitzovi nevádí - v rámci teorému nepředstavuje existence jiného ekv. než vybraného problém. Vyčištění trhu je nutné pouze v  $t=0$ , protože pro všechna další  $t$  již jedinec všechny stavy zhodnotil na základě  $t=0$ .

Limity teorému jsou předpoklad nezávislosti očekávání na finanční politice firmy (tržní hodnota firmy by mohla být ovlivněna fin. politikou) a možnost, že zadlužující se jedinec (domácnost) je jen nedokonalý substitut pro zadlužující se firmu (dáno vyšší úrokové míry pro jednotlivce, transakčními náklady, daněmi a fin. možnostmi jednotlivce). Nejdůležitějším omezením je předpoklad neexistence (nemožnosti) bankrotu a nelze ho jakkoliv zredukovat - proto je třeba teorém chápat jako teoretický, pomocný model pro další úvahy.

V závěru textu zavádí autor druhý teorém, zobecňující první na úroveň celé ekonomiky. Tvrdí: necht' se ekonomika (trhy) nachází ve všeobecné rovnováze charakterizované tržní úrokovou mírou bezpečných obligací a nominální úr. mírou obligací s rizikem každé firmy čelící riziku bankrotu a charakterizované následujícími údaji pro každou firmu: tržní hodnotou, finanční politikou a podílem akcií firmy, kterou vlastní  $i$ -tý jedinec; a necht' jsou náklady na zprostředkovatele nulové. Potom pokud libovolná firma (skupina firem) změnila svoji finanční politiku, existuje i nový bod

1 Hodnota takové obligace v době splatnosti je přesně známa.

2 Předpokládá posloupnost: začátek období; oznámen (poznán) stav světa; firmy rozdělí zisky, učiní reálná rozhodnutí; firmy financují svá reálná rozhodnutí (tj. investují, domácnosti naopak nakupují-půjčují); konec období; začátek nového období;...

3 Které však mohou být ovlivněny velikostí firmy, která na trh vstupuje, a proto v realitě nemusí být dokonalé. Firma svou velikostí ovlivní poptávku po obligacích.

všeobecné rovnováhy pro celou ekonomiku se stejnou tržní úrokovou mírou, ve kterém je podíl akcií libovolné firmy vlastněné i-tým jedincem (přímo nebo skrze zprostředkovatele) stejný. Toto za předpokladu nulových nákladů na zprostředkovatele zajišťuje, že se nezmění množina spotřebních možností jedince.

Teorém pro celou ekonomiku má mnohem slabší předpoklad než teorém pro jednotlivce (zejména problém bankrotu). Problém nastává při hodnocení transakčních nákladů (včetně nákladů na získání informací o libovolné firmě).

Na konci textu Stiglitz uvádí, že dosud provedené výzkumy (1970) v zásadě potvrzují jeho teorii (irelevantnost finanční politiky) na základě obdobné tržní hodnoty firem lišících se pouze finanční politikou, zároveň však naznačuje nutnost dalšího výzkumu.