

فصلنامه علمی و پژوهشی «تحقیقات مالی»

سال اول، شماره دوم، بهار ۱۳۷۳

ص ص ۹۰ - ۷۱

## معمای ساختار سرمایه<sup>۱</sup>

نویسنده: Stewart C. Myers<sup>۲</sup>

ترجمه: فرهاد عبدا...زاده<sup>۳</sup>

هدف از عنوان این مقاله، یادآوری نوشته مشهور فیشر بلک (Fisher Black) در زمینه «معمای سود سهام»، که وی با ارائه جمله «شرکت درباره خط مشی تقسیم سود خود چه باید بکند؟ ما نمی دانیم» آن را به پایان رساند، است و البته مجدداً با این پاسخ که «ما نمی دانیم». معمای ساختار سرمایه از معمای سود سهام پیچیده تر است. ما تقریباً یک کمی درباره خط مشی تقسیم سود می دانیم؛ به عنوان مثال، مدل جان لینتنر (John Lintner) در زمینه نحوه تعیین سود سهام توسط شرکتها به سال ۱۹۵۶ مربوط بوده و به نظر می رسد که هنوز هم اعتبار دارد. ما می دانیم که قیمت سهام در برابر تغییرات پیش بینی نشده سود سهام واکنش نشان می دهد و بنابر این روشن است که سود سهام دارای مضامین اطلاعاتی است. این مشاهده حداقل به میلر و مودیلیانی (MM) Miller & Modigliani در سال ۱۹۶۱ مربوط

---

1- The Capital Structure Puzzle.

2- Stewart C. Myers, Massachusetts Institute of Technology.

است. از سویی، ما نمی‌دانیم که آیا بازده زیاد سود سهام، آنگونه که افزودن مالیات به نظریه MM در زمینه بی‌ارتباط بودن سود سهام بیان می‌کند، نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران را افزایش می‌دهد یا خیر؛ گرچه اقتصاددانان مالی، در این زمینه شدیداً کار می‌کنند. در مقابل، اطلاعات ما در زمینه ساختار سرمایه، خیلی کم است. ما نمی‌دانیم که شرکتها بر چه اساسی اوراق بهادار متضمن بدهی، مالکیت و یا مختلط منتشر می‌کنند. ما تنها اخیراً کشف کردیم که تغییرات ساختار سرمایه دربر دارنده اطلاعاتی برای سرمایه‌گذاران است. برای آزمون وجود رابطه‌ای مثبت بین اهرم مالی و نرخ بازده سرمایه‌گذاران، که تئوری MM پیش‌بینی می‌کند، اگر تحقیقی صورت گرفته باشد، بسیار کم است. در کل، دانش ما در باره نحوه تأمین مالی شرکت و اینکه این نحوه چگونه بر بازده اوراق بهادار تأثیر می‌گذارد، بسیار کم است.

نمی‌خواهم خیلی بد بین یا دلسرد به نظر برسم. از آغاز مطرح شدن قضیه MM در زمینه «نداشتن نیروی جادویی در اهرم مالی»، ما در زمینه ساختار سرمایه اطلاعات مفید زیادی جمع‌آوری کرده‌ایم. ما درباره اینکه این اطلاعات، برای ساختار بهینه سرمایه چه مفاهیمی به دنبال دارند، بسیار فکر کرده‌ایم. بسیاری از ما، این تئوریه‌ها یا داستانهای ساختار سرمایه بهینه را به توصیه‌هایی کم و بیش مشخص برای مدیران تبدیل کرده‌ایم. اما به نظر نمی‌رسد تئوریه‌های ما، رفتار واقعی تأمین مالی شرکتها را توضیح دهد و این به نظر جسورانه می‌آید که در حالی که ما هنوز از توضیح تصمیمات واقعی بدوریم، درباره ساختار سرمایه شرکتها توصیه‌ای بنماییم.

من در باره ساختار سرمایه بهینه، تحقیقاتی انجام داده‌ام و در ادامه سعی خواهم کرد، مباحث را به طریقی جدید ارائه دهم. من دو نوع طرز فکر درباره ساختار سرمایه را مقایسه خواهم کرد:

۱- چارچوب توازی ایستا (Static Tradeoff) که در آن فرض می‌شود شرکت یک نسبت بدهی مورد نظر (مطلوب) را تعیین نموده، عمدتاً به همان طریقی که یک شرکت، سود سهام خود را به منظور حرکت به سوی یک نسبت پرداخت مطلوب تنظیم می‌نماید، کم کم به سوی آن حرکت می‌کند.

۲- چارچوب نسبتاً قدیمی ترجیحی (Pecking order) که شرکت، در آن تأمین مالی

داخلی را به تأمین مالی خارجی و در صورت انتشار اوراق بهادار، اوراق بهادار متضمن بدهی را به سهام ترجیح می‌دهد. طبق تئوری ترجیحی، نسبت بدهی مطلوب و مشخصی برای شرکتها وجود ندارد.

تحقیقات نظری اخیر، روح تازه‌ای به چارچوب ترجیحی دمیده است. من استدلال خواهم کرد که این تئوری، حداقل به خوبی تئوری توازی ایستا، در توضیح چیزی که ما درباره گزینهای تأمین مالی واقعی و تأثیر آنها بر قیمت سهام می‌دانیم کار خواهد کرد.

### فرضیه توازی ایستا

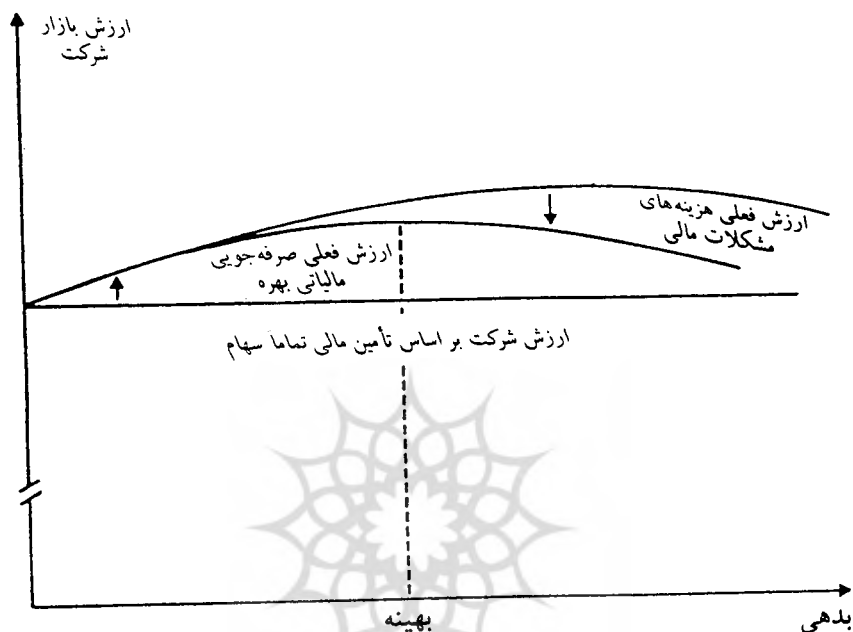
طبق این فرضیه، نسبت بدهی بهینه یک شرکت، بر اساس توازی هزینه‌ها و منافع استقرای تعیین می‌شود؛ به بیانی، در چارچوب این نظریه، شرکت سعی می‌کند بین ارزش صرفه‌جوییهای مالیاتی بهره و هزینه‌های مختلف ورشکستگی، تعادل برقرار سازد. البته در زمینه اینکه صرفه‌جوییهای مالیاتی چقدر ارزش دارند و اینکه کدامیک از هزینه‌های مبتلا به مسائل مالی، در صورت وجود، اهمیت دارند، هنوز بحث وجود دارد. اما این اختلاف نظرها زیاد مهم نیستند. طبق این نظریه، شرکت باید آنقدر بدهی را با سهام و سهام را با بدهی تعویض و جایگزین سازد (تنظیم نسبت بدهی) تا ارزش آن حداکثر شود. مبادله بدهی - سهام در شکل شماره ۱ نشان داده شده است.

### هزینه تنظیم نسبت بدهی

اگر هزینه تنظیم بدهی وجود نداشته باشد و تئوری توازی ایستا نیز صحیح فرض شود، نسبت بدهی به ارزش هر شرکتی باید نسبت بهینه آن باشد، اما هزینه تنظیم وجود دارد و طبعاً تنظیم نسبت بدهی به حد بهینه به‌کندی صورت می‌گیرد. شرکتها نمی‌توانند به سرعت وقایعی که آنها را از سطح بهینه دور می‌سازد خنثی کنند بنابراین این بین نمونه‌ای از شرکتها، که دارای نسبت بدهی مشابهی می‌باشند، به صورت مقطعی، از نظر نسبت بدهی واقعی باید پراکندگی وجود داشته باشد.

هزینه‌های بالای تنظیم احتمالاً می‌توانند این انحراف وسیع مشاهده شده در نسبتهای

بدهی را توضیح دهند. اما در مباحث فرضیه توازی ایستا، چیزی دال بر اهمیت و اولویت این هزینه‌ها مطرح نشده، در واقع، این هزینه‌ها به ندرت ذکر شده‌اند.



شکل شماره ۱ - تئوری توازی ایستا ساختار سرمایه

هر آزمون مقطعی از نحوه تأمین مالی شرکتها باید مشخص سازد که آیا اختلاف بین نسبت بدهی شرکتها به واسطه نسبتهای بهینه متفاوت آنهاست یا اینکه در اثر تفاوت بین نسبتهای واقعی آنها و نسبتهای بهینه‌شان است. تفکیک دو حالت مذکور کار ساده‌ای نیست، برای مثال، مطالعات مقطعی اولیه‌ای که برای آزمون فرضیه اول MM انجام شده بود را در نظر بگیرید. این مطالعات سعی داشت روشن سازد که آیا تفاوتها در اهرم، بر ارزش بازار شرکت، (یا نرخ بازده مورد نظر سرمایه‌گذاران) تأثیر می‌گذارد یا خیر.

اگر هزینه‌های تنظیم ناچیز باشد و هر شرکت در نمونه مورد بررسی، در حالت بهینه خود باشد، پس پراکندگی نسبتهای بدهی در نمونه باید منعکس کننده تفاوت در ریسک یا اختلاف در متغیرهای دیگری باشد که در ساختار سرمایه بهینه اثر می‌گذارند. اما در این صورت

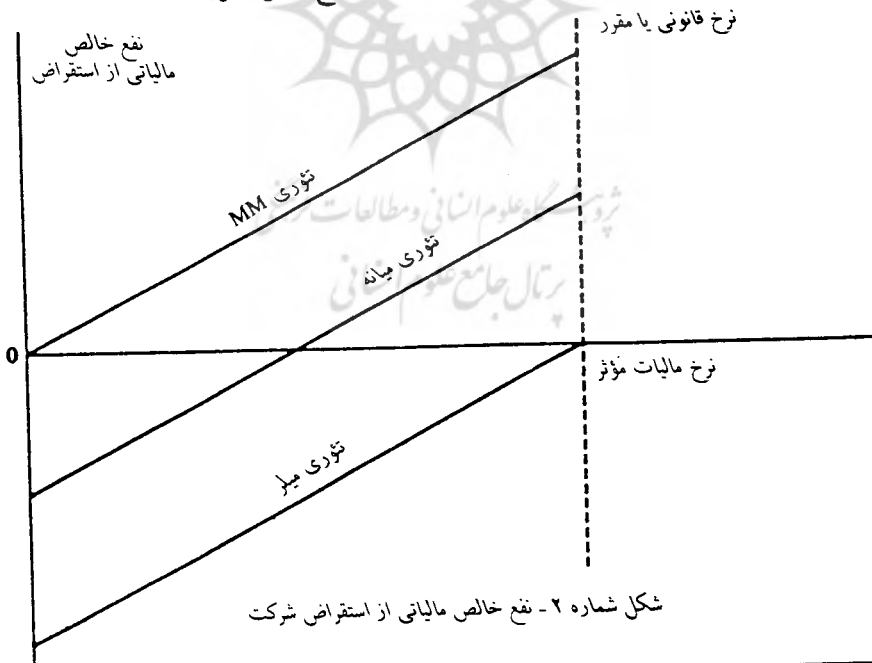
فرضیه اول MM نمی‌تواند آزمون شود مگر اینکه بتوان تأثیرات ریسک و سایر متغیرها را بر ارزش شرکت تعدیل نمود. اینک به تجربه آموخته‌ایم که در محاسبات رگرسیون‌های مقطعی، «ثابت نگهداشتن سایر چیزها» چقدر مشکل است. البته برای عملی ساختن این آزمون‌ها یک راه وجود دارد و آن اینکه فرض کنیم هزینه‌های تنظیم بسیار ناچیزند و مدیران نمی‌دانند یا توجه نمی‌کنند که نسبت بدهی بهینه چیست، و بنابر این نزدیک آن نمی‌ایستند. به نظر من، درک تنوع مشاهده شده در ساختارهای سرمایه شرکت‌هایی که به نظر مشابه می‌رسند، با چارچوب توازی ایستا مشکل خواهد بود. اگر هزینه‌های تنظیم آن چنان زیاد باشد که بعضی از شرکتها دچار انحراف زیادی از هدفهای مورد نظر خود شوند، ما باید به جای توجه به بهبود و جرح و تعدیل نظریه توازی ایستا، بیشتر به این توجه کنیم که هزینه‌های تنظیم چه هستند، چرا آنقدر مهمند و مدیران چگونه بدانها واکنش نشان می‌دهند.

### بدهی و مالیات

مقاله مشهور میلر ما را در زمینه «بدهی و مالیات» از مفاهیم افراطی تئوری اول MM تا حدی رها ساخت. تئوری اصلی MM، صرفه‌جویی مالیاتی بهره را به گونه‌ای ارزشمند نشان داده بود که نمی‌شد توضیح داد چرا تمامی شرکتها در بدهی غرق نشده‌اند. میلر در مقاله خود، نشان داد که تعادلی بین مجموع عرضه و تقاضای بدهی وجود دارد که در آن، مالیات بر درآمدی که توسط خریداران نهایی اوراق قرضه شرکت (مالیات بر درآمد بهره بدهی یا اوراق قرضه) پرداخت می‌شود، دقیقاً صرفه‌جویی مالیاتی شرکت را جبران می‌سازد. با وجود این، از آنجا که این تعادل تنها برای مجموع مصداق دارد، خط مشی بدهی برای شرکت‌هایی که مشمول مالیات هستند نباید مهم باشد، بنابر این مدل میلر، ما را قادر می‌سازد تا پراکندگی خط مشی‌های بدهی واقعی را بدون توسل به فرضیه‌ای که مدیران حداکثرکننده ارزش نیستند، توضیح دهیم، اما مشکل این است که این توضیح تنها زمانی صحیح خواهد بود که بپذیریم تمام شرکتها، تقریباً مشمول نرخ نهایی مالیات مشابهی هستند. این خود فرضی است که به سرعت می‌توان آن را رد کرد. استفاده وسیع از صرفه‌جویی مالیاتی استهلاک و تشویق‌های مالیاتی، از طریق اجاره‌های مالی و سایر راه‌ها ثابت می‌کند که بسیاری از شرکتها مشمول

نرخهای نهایی کمی هستند. با وجود تفاوت قابل توجه در نرخهای نهایی مؤثر مالیات و با فرض اینکه تئوری توازی ایستا کار می‌کند، انتظار داریم که در هر آزمون مقطعی، یک تأثیر مالیاتی قوی بیابیم.

شکل شماره ۲، نفع خالص مالیاتی حاصل از استقراض را در مقابل صرفه‌جویی مالیاتی قابل تحقق مورد انتظار از یک دلار بهره پرداختی آینده، را نشان می‌دهد، برای برخی شرکتها، این رقم، ۴۶ سنت یا نزدیک به آن است. در سر دیگر دامنه، شرکتهایی با زیان انباشته بسیار وجود دارند که فعلاً مالیات نمی‌پردازند. هر دلار اضافی بهره‌ای که توسط این شرکتها پرداخت می‌شود، یک تخفیف بالقوه آینده به وجود می‌آورد که تنها زمانی که شرکت سود کافی برای پوشش زیانهای قبل داشته باشد قادر به استفاده از آن خواهد بود. صرفه‌جویی مالیاتی قابل تحقق مثبت است ولیکن کوچک می‌باشد. شرکتهایی نیز وجود دارند که امروز مالیات می‌پردازند اما مطمئن نیستند که در آینده نیز بتوانند چنین کنند، برای چنین شرکتهایی، ارزش صرفه‌جویی مالیاتی بهره مورد انتظار آینده، بین صفر و نرخ کامل مقرر است.



در تئوری تصحیح شده MM، هر شرکتی که مالیات می‌پردازد، از استقراض بهره‌مند می‌شود. هر چه نرخ نهایی مالیات زیادتر باشد، نفع حاصل شده بیشتر خواهد بود. خط فوقانی شکل، این وضعیت را نشان می‌دهد.

در تئوری میلر، مالیات بر درآمد پرداختی سرمایه‌گذاران بابت درآمد بهره، دقیقاً صرفه‌جویی مالیاتی بهره شرکت را جبران خواهد کرد. مشروط بر اینکه شرکت نرخ مالیات مقرر را به طور کامل بپردازد. در عین حال، شرکت‌هایی که نرخ کم می‌پردازند، یک زیان خالص از استقراض و یک نفع خالص از وام‌دهی بدست می‌آورند. این حالت با خط پایینی شکل نشان داده شده است.

بین دو تئوری افراطی MM و میلر، تئوریهای میانه‌ای نیز وجود دارد که توسط افرادی همچون De Angelo & Masulis و مودیلیاتی و دیگران مطرح شده است. حاصل این تئوریها با خط میانی در شکل نشان داده شده است. تئوریهای میانه به این دلیل مورد توجه قرار گرفته‌اند که نسبت به سایر تئوریها (میلر و MM) از افراط کمتری برخوردارند. به هر حال، صرف نظر از اینکه کدامیک از تئوریها مد نظر قرار گیرد، شیب خط همیشه مثبت است. تفاوت بین نفع مالیاتی استقراض برای شرکت‌هایی که مشمول نرخ کامل مالیات می‌باشند و نفع مالیاتی وام‌دهی (یا حداقل عدم استقراض) برای شرکت‌هایی با زیان انباشته عمده دقیقاً به اندازه تئوریهای افراطی است. بنابر این گرچه این تئوریها، داستانهای متفاوتی درباره‌ی عرضه و تقاضای کل بدهی شرکت عنوان می‌کنند اما پیشگویی آنها درباره‌ی اینکه کدام شرکت باید بیشتر یا کمتر از متوسط استقراض کند، اساساً یکسان است. بنابر این جنبه‌ی مالیاتی تئوری توازی ایستا پیشگویی می‌کند که در شرایط مساوی، IBM باید بیشتر از شرکت فولاد (Bethlehem) استقراض کند و اینکه نسبت بدهی به ارزش شرکت جنرال موتور باید از شرکت کرایسلر بیشتر باشد.

### هزینه آشفته‌گی مالی

هزینه آشفته‌گی مالی، هزینه‌های اداری و قانونی ورشکستگی، و همچنین هزینه‌های نهان‌دگی، هزینه‌های مربوط به مخاطرات اعتباری، هزینه‌های مربوط به کنترل وضعیت

شرکت که می‌توانند موجب کاهش ارزش شرکت گردند، می‌شوند. ما می‌دانیم که این هزینه‌ها وجود دارند گرچه در مورد مقدار آن بحث وجود دارد؛ برای مثال تا زمانی که هزینه‌های نمایندگی و مسائل مربوط به مخاطرات اعتباری شناخته نشود، نمی‌توان توضیح رضایت بخشی درباره شرایط قرارداد ارائه داد.

ادبیات مربوط به هزینه‌های مشکلات مالی، درباره رفتار تأمین مالی شرکتها به نتایج زیر رسیده‌اند:

۱- در شرایط مساوی، شرکت‌های پر مخاطره باید کمتر استقراض کنند. اینجا، ریسک به معنای نوسان پذیری ارزش بازار داراییهای شرکت است. هر چه نرخ واریانس بزرگتر باشد، احتمال ناتوانی شرکت در برابر هر مقدار بدهی بیشتر خواهد بود. از آنجایی که هزینه مشکلات مالی به واسطه تهدید ناتوانی مالی یا ورشکستگی واقعی به وجود می‌آید، شرکتها باید قادر باشند وام بیشتری بگیرند تا صرفه‌جویی مالیاتی ناشی از آن، جبران هزینه‌های آشفته‌گی مالی را بنماید.

۲- شرکت‌هایی که دارای داراییهایی هستند که بازار دست دوم فعالی دارند، باید نسبت به شرکت‌هایی که دارای داراییهای نامشهودند، بیشتر استقراض کنند. هزینه مورد انتظار مشکل مالی، تنها به احتمال وقوع آن مشکل بستگی ندارد، بلکه به ارزش از دست رفته، به واسطه وقوع آن رویداد نیز متکی است. برای داراییهای نامشهود احتمال بیشتری وجود دارد که در شرایط وقوع مشکلات مالی، ارزش خود را از دست بدهند.

### تئوری ترجیحی The Pecking Order Theory

در مقابل تئوری توازی ایستا، طبق تئوری مشهور ترجیحی:

- ۱- شرکتها تأمین مالی درونی را ترجیح می‌دهند.
- ۲- شرکتها درصد سود تقسیمی مورد نظر خود را بر اساس فرصتهای سرمایه‌گذاری خود تنظیم می‌کنند. گرچه سود سهام و میزان آن در طی زمان، با ثبات است، و اگر فرصتهای سرمایه‌گذاری شرکتها تغییر یابد آنها درصد سود تقسیمی را به صورتی کنند و آهسته تغییر می‌دهند.
- ۳- خط مشی‌های باثبات تقسیم سود سهام، بعلاوه نوسانات غیر قابل پیش‌بینی در



سودآوری و فرصتهای سرمایه‌گذاری، به این معناست که جریان‌های نقدی ایجاد شده از درون، ممکن است کمتر یا بیشتر از هزینه‌های سرمایه‌گذاری باشد. اگر این جریان‌های نقدی از میزان هزینه‌های سرمایه‌گذاری کمتر باشد، شرکت ابتدا از موجودی نقد و یا فروش اوراق بهادار کوتاه مدت استفاده می‌کند.

۴- اگر نیاز به تأمین مالی از خارج از شرکت احساس شود، شرکتها ایمن‌ترین اوراق بهادار را منتشر می‌نمایند یعنی آنها اول با بدهی شروع می‌کنند، بعد احتمالاً اوراق بهادار دارای ماهیت ترکیبی همچون اوراق قرضه قابل تبدیل و در نهایت سهام به عنوان آخرین وسیله مورد استفاده قرار می‌گیرد.

در این نظریه هیچ ترکیب بدهی سرمایه مشخصی وجود ندارد زیرا دو نوع سرمایه وجود دارد، داخلی و خارجی، یکی در رأس سلسله مراتب ترجیحی و دیگری در انتهای آن. نسبت بدهی مشاهده شده هر شرکت مجموع نیاز شرکت به تأمین مالی خارجی را منعکس می‌کند.

### ادبیات تئوری ترجیحی

فرضیه ترجیحی، فرضیه جدیدی نیست به طوری که برای مثال ما می‌توانیم آن را به وضوح در مطالعه دانلدسون (Donaldson) در سال ۱۹۶۱، درباره عملکردهای تأمین مالی نمونه‌ای از شرکتهای بزرگ مشاهده کنیم. دانلدسون در تحقیق خود مشاهده کرده که مدیریت از منابع مالی داخلی به عنوان یک منبع جدید و جوه شدیداً طرفداری کرده و در این راه حتی تا حذف منابع مالی خارجی نیز پیش می‌رفته، مگر در مواردی که نیاز مالی خیلی شدید بوده است. نیاز شدید به سرمایه از طریق قطع سود سهام تأمین نمی‌گردید: «کاهش سود سهامی که به طور معمول پرداخت می‌گردید، برای بیشتر سرمایه‌گذاران غیر قابل تصور بود مگر به عنوان یک وسیله دفاعی در دوره‌هایی که آشفستگی مالی در اوج خود قرار داشت». مدیران در صورت نیاز به منابع مالی خارجی نیز اکثراً از استقراض استفاده می‌کردند. آقای دانلدسون معتقد است: «با وجودی که شرکتهای کمی بودند که در هر شرایطی از انتشار سهام خودداری می‌کردند، اکثریت عمده شرکتهای، در ۲۰ سال گذشته سهام جدید منتشر ننموده‌اند و پیش‌بینی می‌شود که در آینده نزدیک نیز به انتشار چنین اوراقی مبادرت ننمایند. این مسأله بویژه با

توجه به نسبت‌های بالای  $\frac{P}{E}$  در سال‌های گذشته قابل توجه است. مسؤولان مالی بسیاری از شرکتها نشان دادند که به خوبی از بالا بودن این نسبتها و مناسب بودن زمان فروش سهام عادی آگاهی داشتند، اما هنوز بر بی‌میلی نسبت به انتشار سهام، پافشاری می‌کردند.

البته، اگر بخواهیم هر چیزی را با فرضیه ترجیحی توضیح دهیم، طبعاً به سرعت رد می‌شود مثالهای بیشماری از شرکتهایی وجود دارد که زمانی که می‌توانستند اوراق قرضه مطلوب منتشر کنند، اقدام به عرضه سهام نمودند اما وقتی که شخص به مجموع نگاه می‌کند ملاحظه می‌نماید که اتکای عمیق به تأمین مالی داخلی و بدهی بیشتر مشهود است؛ به طوری که برای مثال تمام شرکتهای غیر مالی در طی دهه ۱۹۸۲-۱۹۷۳، به طور متوسط ۶۲٪ از هزینه‌های سرمایه‌ای شامل سرمایه‌گذاری در موجودیها و سایر داراییهای جاری را از منابع داخلی تأمین نموده‌اند. منابع خارجی مورد نیاز این شرکتها را عمدتاً استقراض تشکیل می‌داد. در این دوره، انتشار سهام عملاً هیچگاه (افزایش سرمایه) بیش از ۶٪ تأمین مالی نبوده است. به عقیده بعضی از نویسندگان، اتکای شرکتها به تأمین مالی داخلی ناشی از تفکیک مالکیت از مدیریت در شرکتهاست. مدیران حرفه‌ای از اتکا به تأمین مالی خارجی پرهیز می‌کنند زیرا این کار آنها را در معرض بازرسی و کنترل بازار سرمایه قرار می‌دهد. دانلدسون ملاحظه نمود که تصمیمات تأمین مالی شرکتها مورد مطالعه در جهت حداکثرسازی ارزش سهام سهامداران نبوده است؛ نتیجه‌گیری آقای دانلدسون، با توجه به شرایط تئوری تأمین مالی در دهه ۱۹۶۰ طبیعی است اما امروز، معلوم نیست که تأمین مالی در قالب ترجیحی، خلاف منافع سهامداران باشد.

### تأمین مالی خارجی با اطلاعات نامتقارن

من سابقاً فرضیه «ترجیحی» را بی اساس می‌دانستم زیرا نمی‌توانستم هیچ اساس تئوریکی که با تئوری تأمین مالی مدرن تناسب داشته باشد، برای آن پیدا کنم. درباره برتری تأمین مالی داخلی، می‌توان یک استدلال ارائه داد و آن، پرهیز از هزینه‌های انتشار است. در صورت نیاز به تأمین مالی خارجی، برای اولویت بدهی نیز می‌توان استدلالی عنوان کرد و آن نیز مجدداً خودداری از هزینه‌های بالاتر انتشار سهام نسبت به بدهی است. اما هزینه‌های انتشار بخودی

خود آن چنان زیاد به نظر نمی‌رسند که هزینه‌ها و منافع استقراض، که در فرضیه «توازی ایستا» بر آن تأکید شده، را باطل کنند. در عین حال، فعالیت‌های اخیر در زمینه اطلاعات نامتقارن، پیشگویی‌هایی ارائه داده که تقریباً با تئوری ترجیحی مطابق است. مباحث زیر، چکیده‌ای از مقاله مشترک من و آقای Nicholas Majluf است که بعداً ارائه خواهد شد.

فرض کنید شرکتی به منظور انجام یک سرمایه‌گذاری بالقوه ارزشمند،  $N$  دلار تأمین مالی کند. فرض کنید  $Y$ ، ارزش فعلی خالص (NPV) این فرصت و  $X$ ، ارزش شرکت در صورت نادیده انگاشتن فرصت سرمایه‌گذاری باشد. مدیر شرکت از ارزش  $X$  و  $Y$  اطلاع دارد لیکن سرمایه‌گذاران در بازار سرمایه از این رقم اطلاعی ندارند؛ آنها تنها توزیع احتمال مشترکی از ارزش‌های ممکن را می‌بینند ( $X'$  و  $Y'$ ). بدین شکل اطلاعات نامتقارن وجود دارد. جدا از این مسأله فرض می‌شود که بازار سرمایه کامل و تقریباً کارآست. در این وضعیت، فرضیه اول MM، این مفهوم را بیان می‌کند که در صورتی که اطلاعات در دسترس سرمایه‌گذاران را ثابت فرض کنیم، میزان بدهی یک شرکت نسبت به دارایی‌های واقعی آن بی‌ارتباط است.

فایده تأمین  $N$  دلار از طریق انتشار اوراق بهادار،  $Y$  یا NPV فرصت سرمایه‌گذاری شرکت است. البته یک هزینه محتمل نیز وجود دارد: اینکه شرکت ممکن است مجبور شود اوراق بهادار را به بهایی کمتر از ارزش واقعی آن بفروشد؛ به عنوان مثال، فرض کنید که شرکت، سهامی را به ارزش بازار  $N$  (در صورت عرضه) منتشر می‌نماید در حالی که مدیر می‌داند ارزش واقعی این اوراق  $N_1$  است؛ به بیانی، اگر سرمایه‌گذاران به دانش مدیر در زمینه سهام دسترسی داشتند، در شرایط مساوی سهام به مبلغ  $N_1$  مبادله می‌شد.

«ماجولف» و من، هدف‌های متعددی را که یک مدیر ممکن است در چنین وضعیتی دنبال کند، مورد بحث قرار دادیم. یکی از این هدف‌ها که به نظر ما عملی‌تر نیز هست، حداکثر کردن «ارزش واقعی» یا «ذاتی» سهام فعلی شرکت است؛ یعنی مدیریت، نگران ارزش سهام سهامداران قدیم در شرکت بوده و در جهت افزایش ارزش آن فعالیت نماید. در مقابل مدیران، سرمایه‌گذارانی که سهامی را از شرکت خواهند خرید، نیز می‌پذیرند که مدیریت طرفدار آنها نبوده و منطقاً قیمتی را که مایل به پرداخت می‌باشند، تعدیل می‌کنند.

اگر تفاوت بین ارزش واقعی و قیمت فروش را  $\Delta N$  فرض کنیم:

$$\Delta N = N_1 - N$$

در این صورت، هنگامی مدیر اقدام به انتشار اوراق و سرمایه گذاری وجوه حاصل از آن خواهد کرد که:

$$Y \geq \Delta N$$

اگر اطلاعات خود مدیر نامطلوب باشد،  $\Delta N$  منفی بوده و شرکت همیشه اقدام به انتشار خواهد کرد، حتی اگر تنها راه مناسب استفاده از وجوه تأمین شده، سپردن آنها در یک بانک باشد، یعنی یک سرمایه گذاری دارای NPV صفر. در مقابل اگر اطلاعات مدیر مطلوب باشد، شرکت ممکن است به جای اقدام به انتشار سهام به قیمتی کمتر از ارزش واقعی، فرصت سرمایه گذاری دارای NPV مثبت را رد کند. اما اگر مدیر اقدام به انتشار سهام نماید، تصمیم او به انتشار، حامل اخباری بد برای سهامداران جدید و قدیم خواهد بود. فرض کنید  $V$  ارزش بازار (قیمت هر سهم ضربدر تعداد) در صورت عدم انتشار سهام و  $\hat{V}$ ، ارزش بازار در صورت انتشار باشد.  $\hat{V}$  ارزش سهام جدید انتشار را نیز در بر می گیرد. اگر همه بدانند که مدیران طبق نامعادله ۱ کار می کنند، در این صورت شرایط تعادلی منطقی برابر خواهد بود:

$$V = E(\hat{X} | \text{عدم انتشار}) = E(\hat{X} | Y < \Delta N) \quad 2A$$

$$\hat{V} = E(\hat{X} + \hat{Y} + N | \text{انتشار}) = E(\hat{X} + \hat{Y} + N | Y \geq \Delta N) \quad 2B$$

فرض می شود که مجموع مبلغ تأمین شده ثابت است، اما تعداد سهام جدیدی که برای تأمین این مبلغ لازم است، ثابت نیست. بنا بر این  $\Delta N$ ، یک متغیر وابسته است؛ یعنی به  $\hat{V}$  بستگی دارد؛ برای مثال اگر شرکت اقدام به انتشار نماید، آن قسمت از تمام سهامی که توسط سهامداران جدید خریداری می شود برابر با  $\frac{N}{\hat{V}}$  است. مدیر، ارزش واقعی ادعای این سهامداران را به صورت زیر می بیند:

$$NI = \frac{N}{\hat{V}} (X + Y + N)$$

بنابر این با داشتن  $N$ ،  $X$ ،  $Y$  و با فرض اینکه سهام منتشر شده باشد، هر چه قیمت هر سهم بیشتر باشد ارزش کمتری به سهامداران جدید رسیده و  $\Delta N$  نیز کمتر است.

«ماجولف» و من، مفروضات و مفاهیم این مدل را به تفصیل مورد بحث قرار داده ایم، اما اینجا دو نکته کلیدی وجود دارد:

## ۱- هزینه اتکا به تأمین مالی خارجی

ما معمولاً هزینه تأمین مالی خارجی را هزینه‌های اداری و پذیره‌نویسی و در برخی موارد، ارزاتر فروش رفتن اوراق بهادار جدید تصور می‌کنیم. اطلاعات نامتقارن احتمال به وجود آمدن انواع هزینه‌ها را به وجود می‌آورد؛ مثلاً احتمال اینکه شرکت، عدم انتشار را برگزیند و بنابر این سرمایه‌گذاری دارای NPV مثبت را رد کند. این هزینه در صورتی که شرکت بتواند وجوه نقد کافی برای پوشش فرصتهای دارای NPV مثبت خود اندوخته سازد، قابل اجتناب است.

## ۲- مزایای بدهی در مقابل انتشار سهام

اگر شرکت جویای منابع مالی خارجی است، راحت‌تر است که اوراق بهادار متضمن بدهی منتشر کند تا سهام. قاعده کلی این است: «قبل از انتشار سهام عادی، اوراق قرضه منتشرکن».

نکته دوم مستلزم توضیح بیشتری است. به یاد آورید که شرکت در صورتی اقدام به انتشار سهام و سرمایه‌گذاری وجوه آن می‌کند که  $Y$  یا  $(NPV \text{ فرصت سرمایه گذاری})$  بزرگتر یا مساوی  $\Delta N$  یا تفاضل بین ارزش واقعی و قیمت فروش سهام باشد. طبعاً اگر  $\Delta N > 0$  باشد، اوراق ارزاتر فروخته شده و اگر  $\Delta N < 0$ ، اوراق به بهایی بیشتر از ارزش واقعی به فروش رفته است. برای اینکه بحث ملموس‌تر شود، فرض کنید پروژه‌ای نیازمند ۱۰ میلیون دلار است.  $(N=10)$  است. اما به منظور تأمین این مبلغ پول، شرکت باید اقدام به انتشار سهامی نماید که ارزش واقعی آن ۱۲ میلیون دلار است. عمل تأمین مالی و سرمایه‌گذاری تنها در صورتی انجام می‌شود که NPV پروژه، حداقل ۲ میلیون دلار باشد. اگر NPV پروژه تنها ۱/۵ میلیون دلار باشد، شرکت از تأمین مالی آن خودداری می‌کند. ارزش ذاتی کلی شرکت ۱/۵ میلیون دلار کاهش می‌یابد، اما سهامداران قدیمی تنها ۰/۵ میلیون دلار از دست می‌دهند. مدیر می‌توانست با اندوخته نمودن سود شرکت از این مشکل پرهیز کند اما این فقط یک حدس است تنها کاری که او می‌تواند انجام دهد، طراحی اوراق بهادار جدید برای کاهش  $\Delta N$  است؛ برای مثال، اگر می‌شد  $\Delta N$  را، ۰/۵ میلیون دلار کاهش داد، پروژه سرمایه‌گذاری می‌توانست

بدون کاهش ارزش واقعی اوراق بهاداری که ارزش آینده آنها، زمانی که اطلاع درونی مدیر برای بازار آشکار شد، حداقل تغییر را داشته باشد. البته  $\Delta N$  متغیر وابسته است و بنابراین مدیر نمی‌تواند آن را کنترل نماید. با این حال موارد منطقی زیادی وجود دارد که در آن، ارزش مطلق  $\Delta N$  برای بدهی همیشه کمتر از سهام است. برای مثال، اگر شرکت بتواند اوراق قرضه بدون ریسک منتشر کند،  $\Delta N$  صفر می‌شود و شرکت هرگز یک فرصت ارزشمند سرمایه گذاری را رد نمی‌کند. بنابراین، توانایی انتشار اوراق قرضه بدون ریسک به خوبی داشتن پول نقد در بانک است. البته حتی اگر بدهی ریسکی نیز عرضه شود، ارزش مطلق  $\Delta N$ ، در صورتی که مفروضات معمول مدل‌های قیمت گذاری اختیار خرید (Option) را به کار گیریم، برای بدهی کمتر از سهام خواهد بود. نتیجتاً، اگر مدیر اطلاعات مطلوبی داشته باشد  $(\Delta N > 0)$ ، انتشار بدهی بهتر از سهام خواهد بود.

فرض این مثال، این بود که سهام جدید یا بدهی ریسکی زیر قیمت واقعی منتشر می‌شوند. حال اگر اطلاعاتی که مدیر می‌داند، نامطلوب باشد، آیا اوراق بهادار ریسکی، بهایی بیش از ارزش واقعی خود نخواهند داشت؟ در این حال، آیا شرکت سعی نخواهد کرد به منظور حداکثر بهره‌جویی از سهامداران جدید،  $\Delta N$  را هر چه می‌تواند افزایش دهد؟ در این حالت، سهام بهتر از بدهی به نظر می‌رسد. قاعده تصمیم نیز به نظر چنین است: «وقتی که سرمایه گذاران برای اوراق بهادار شرکت، ارزش کمتر از ارزش واقعی متصورند، شرکت باید بدهی منتشر کند، بر عکس وقتی که آنها ارزشی بیش از ارزش واقعی در نظر می‌گیرند، شرکت باید سهام یا هر نوع اوراق بهادار ریسکی منتشر کند».

مشکل این استراتژی وقتی روشن می‌شود که شما خود را جای سرمایه گذاران بگذارید. اگر شما بدانید که شرکت تنها زمانی که قیمت سهام بیش از ارزش واقعی است اقدام به انتشار سهام خواهد کرد، از خرید سهام خودداری خواهید کرد، مگر اینکه قبلاً ظرفیت بدهی آن تکمیل شده باشد؛ به بیان دیگر، مگر اینکه شرکت قبلاً آن قدر بدهی منتشر کرده باشد که در صورت انتشار بدهی جدید، متحمل هزینه‌گزافی می‌شود. بنابراین این سرمایه گذاران به گونه مؤثری شرکت را مجبور می‌کنند که از فرایند ترجیحی پیروی کند.

روشن است که بحث فعلی کمی گسترده شده است. مدل ارائه شده، قبل از اینکه بتواند

رفتار واقعی را به طور کامل به نمایش بگذارد، مستلزم جمع‌بندی است. من این مدل را برای این عرضه کردم که نشان دهم چگونه مدل‌هایی که مبتنی بر اطلاعات نامتقارن هستند می‌توانند دو ایده اساسی فرضیه ترجیحی را پیشگویی کنند: اول، اولویت دادن به تأمین مالی داخلی و دوم، در صورت نیاز به تأمین مالی خارجی، ترجیح بدهی به سهام.

### درباره نحوه تأمین مالی شرکت چه می‌دانیم؟

اکنون من چیزهایی را که در باره رفتار تأمین مالی می‌دانم فهرست کرده، و سعی خواهم کرد این دانش را با توجه به دو فرضیه‌ای که در بالا بدان اشاره شد، به تصویر بکشم. من با پنج امر مسلم در باره رفتار تأمین مالی شروع می‌کنم و سپس از مدارک آماری ضعیفتر، یا مشاهدات شخصی، نتایج را تعمیم خواهم داد.

#### تأمین مالی داخلی در مقابل انتشار سهام

مجموع مخارج سرمایه‌گذاری، اساساً توسط انتشار اوراق قرضه (گرفتن وام) و وجوه ایجاد شده از درون تأمین مالی می‌شوند. انتشار سهام جدید در این کار، نقش خیلی کوچکی را بازی می‌کند. بعلاوه، همانگونه که دانلدسون مشاهده کرد، این کاری است که بسیاری از مدیران مدعی تلاش در انجام آن هستند. گاه علوم انسانی و مطالعات فرهنگی

این امر چیزی است که فرضیه ترجیحی، در همان ابتدا بیان می‌دارد. همچنین این امر با در نظر گرفتن هزینه‌های قابل توجه انتشار سهام و با توجه به نرخ مطلوب مالیاتی سود ناشی از افزایش قیمت سهام نسبت به سود سهام دریافتی در تئوری توازی ایستا نیز قابل توضیح است. این امر توضیح می‌دهد که چرا شرکتها، نسبت پرداخت سود سهام مورد نظر خود را به اندازه کافی برای اجتناب از اجبار به انتشار منظم سهام، پایین نگاه می‌دارند. همچنین توضیح می‌دهد که چرا شرکتی که نسبت بدهی آن بیشتر از نسبت بدهی مورد نظرش می‌باشد، به سرعت سهام منتشر نکرده، بدهی را بازپرداخت نموده و یک نسبت بدهی پایین‌تر ایجاد نمی‌نماید و بنابراین این می‌گوید که شرکتها ممکن است با نسبتی خیلی بالاتر از نسبت بدهی خود عمل کنند. (با این حال توجه کنید که فرضیه توازی ایستا، به ندرت این قبیل هزینه‌های تنظیم

را عنوان می‌کند).

اما هزینه‌های واقعی «بازخرید» سهام، پایین به نظر می‌رسند و بنابراین این مشکل است که نسبت بدهی پایین یک شرکت را توسط تئوری توازی ایستا توضیح دهیم. چنین شرکتی می‌توانست سریعاً وام اخذ کرده و اوراق سهام خود را بازخرید کند. بعلاوه اگر مالیات بر درآمد اشخاص در توضیح ترجیحات شرکت برای تأمین مالی داخلی مهم باشند، توضیح این مطلب که چرا سهام قبلی بازخرید نشده نیز دشوار می‌شود. یعنی چرا اکثر شرکتها، کم‌کم به سوی نسبتهای پرداخت سود سهام پایین‌تر حرکت نکرده و وجوه آزاد شده را به منظور بازخرید سهام به کار نمی‌گیرند.

### زمان‌بندی انتشار اوراق بهادار

روشن است که شرکتها سعی می‌کنند «زمانی» اقدام به انتشار سهام کنند که قیمت سهام بالا باشد. این امر در تحقیقات بسیاری به اثبات رسیده است؛ برای مثال، در مطالعه مارش (Marsh) بر روی شرکت‌های انگلیسی و نحوه انتخاب انتشار بدهی جدید یا سهام جدید، حرکت‌های گذشته قیمت سهام، نقشی کلیدی ایفا می‌کند. تاگارت (Taggart) و دیگران نیز رابطه مشابهی را در ایالت متحده مشاهده کرده‌اند. این امر مانع حمایت از فرضیه توازی ایستا می‌شود. اگر ارزش شرکت افزایش یابد، نسبت بدهی به ارزش شرکت کاهش می‌یابد و شرکت باید برای تعادل مجدد ساختار سرمایه‌اش، اوراق قرضه منتشر کند نه سهام. این برای فرضیه ترجیحی نیز مسأله ساز است. دلیلی وجود ندارد که باور کنیم زمانی که قیمت سهام «بالاست»، اطلاعات داخلی مدیران به صورتی منظم مطلوب‌تر است. حتی اگر تمایل به چنین باوری وجود داشته باشد سرمایه‌گذاران اکنون آن را فهمیده‌اند و بر مبنای آن، انتشار سهام توسط شرکت را تفسیر می‌کنند؛ به بیانی، راهی وجود ندارد که شرکتها بتوانند مکرراً اقدام به انتشار سهام به قیمتی بیشتر از ارزش واقعی آنها بکنند.

### استقراض در مقابل داراییهای نامشهود و فرصتهای رشد

شرکتهایی که دارای داراییهای نامشهود یا فرصتهای رشد ارزشمند هستند، نسبت به



شرکتهایی که عمده داراییهای آنها مشهود است، تمایل کمتری به استقراض دارند. در این زمینه نیز تحقیقات زیادی صورت گرفته است؛ برای مثال، لانگ و مالیتز (Long & Malitz) بین میزان سرمایه‌گذاری در تبلیغات و تحقیق و توسعه (R&D) از یک طرف و سطح استقراض از طرف دیگر، یک رابطه منفی پیدا کرده‌اند. آنها بین میزان هزینه‌های سرمایه‌ای (در اموال و تجهیزات ثابت) و سطح استقراض نیز رابطه مثبت پیدا کرده‌اند. ویلیامسون نیز از طریق دیگر به همان نتیجه دست یافت. معیاری که او برای نشان دادن داراییهای نامشهود و فرصتهای رشد شرکت مورد استفاده قرار داد، تفاوت بین مجموع ارزش بازار بدهی و سهام شرکت از یک طرف و هزینه جایگزینی داراییهای مشهود آن بود. وی مشاهده نمود که هر چه این تفاوت بزرگتر باشد، نسبت بدهی به ارزش شرکت کمتر است. مدارک غیر مستقیم زیادی وجود دارند که همگی حکایت از این دارند که سطح استقراض شرکت تنها متأثر از ارزش و ریسک داراییهای شرکت نبوده بلکه تحت تأثیر نوع دارایی مورد استفاده نیز هست.

#### مبادله سهام با اوراق قرضه (Exchange Offers)

مازولیس (Masulis) نشان داده که زمانی که شرکتها پیشنهاد مبادله بدهی با سهام می‌دهند، قیمت سهام به طور متوسط افزایش می‌یابد و در مقابل وقتی که شرکتها پیشنهاد مبادله جایگزینی سهام با بدهی می‌دهند، بر عکس قیمت سهام به طور متوسط کاهش می‌یابد. این امر به روشهای مختلف قابل توضیح است: برای مثال، می‌تواند ناشی از یک تأثیر مالیاتی باشد؛ به بیانی، اگر نسبت بدهی اکثر شرکتها کمتر از نسبت بهینه آن باشد، یعنی سمت چپ نقطه بهینه در شکل شماره یک و اگر صرفه‌جویی مالیاتی حاصل از بهره‌برداری از ارزش مثبت قابل توجهی باشد، مبادله بدهی با سهام موجب خواهد شد شرکتها به نقطه بهینه ساختار سرمایه خود نزدیکتر شوند. در مقابل، جایگزینی سهام با بدهی، موجب دور شدن آنها از ساختار بهینه سرمایه خواهد گردید.

مدارکی که در تئوری توازی ایستا در زمینه مبادلات وجود دارد برای توضیح رفتار تأمین مالی، چندان قابل اتکا نیست. اگر این تئوری صحیح باشد، شرکتها گاهی وقتها بالاتر و بعضی اوقات پایین‌تر از نسبت بهینه خود خواهند بود. آنهایی که بالای نسبت بهینه خود قرار

دارند پیشنهاد مبادله سهام با بدهی می‌کنند و آنهایی که زیر این نسبت قرار دارند، اقدام به مبادله بدهی با سهام خواهند کرد. در هر دو حالت، شرکت به نقطه بهینه خود نزدیکتر خواهد شد. اما چرا انجام یک مبادله به یک شکل (بدهی با سهام) در بردارنده خبری خوب و به شکل دیگر (سهام با بدهی) در بردارنده خبری بد خواهد بود، همانطور که مازولیس اشاره می‌کند، تمایل شرکت به مبادله بدهی با سهام ممکن است علامت این باشد که به اعتقاد مدیریت ظرفیت بدهی شرکت افزایش یافته، به بیانی، ارزش شرکت زیاد شده و در مقابل ریسک آن کاهش یافته است. بنا براین، مبادله بدهی با سهام، خبری خوب بوده و بر عکس آن خبری بد است. این توضیح «تأثیر اطلاعاتی» پیشنهاد مبادله، مسلماً به یک مفهوم صحیح است. هر وقت که اعلان خبری بر قیمت سهام تأثیر می‌گذارد، می‌توانیم استنباط کنیم که این اعلان، حاوی اطلاعاتی است. این اعلان به خودی خود کمک چندانی نخواهد کرد مگر اینکه معلوم شود مدیران اطلاعاتی دارند و سرمایه‌گذاران فاقد آن هستند.

این ایده که پیشنهاد مبادله و جایگزینی اوراق بهادار با یکدیگر، موجب بروز تغییر در نسبت بدهی مورد نظر شرکت شده، در نتیجه آن، در ارزش یا ریسک شرکت تغییر حاصل می‌شود قابل قبول به نظر می‌رسد. اما بدون گفتن درباره یک نسبت بدهی هدف، داستان قابل قبول دیگری نیز می‌توان عنوان کرد. اگر مدیر با اطلاعاتی عالی و برتر، برای حداکثر سازی ارزش ذاتی سهام موجود فعالیت کند، اعلان انتشار سهام، در شرایط مساوی، باید خبری بد باشد زیرا انتشار سهام، بیشتر زمانی محتمل خواهد بود که مدیری اخباری بد به دست می‌آورد. در مقابل، باز خرید سهام باید خبر خوبی باشد. در هر دو حالت، اخبار مورد بحث، ارتباط مهمی با تغییر در نسبتهای بدهی مورد نظر ندارد.

ساختن مدلی که اطلاعات مربوط را با هزینه و منافع استقراض، که در تئوری توازی ایستا بر آن تأکید شده، ترکیب کند. امکانپذیر است. در عین حال، حدس من این است که انجام این کار بدون شناسایی برخی از عناصر تئوری ترجیحی، کار مشکلی خواهد بود.

### انتشار یا باز خرید سهام

به طور متوسط، وقتی که شرکتها اقدام به انتشار سهام می‌کنند، قیمت سهام کاهش می‌یابد

و در مقابل، وقتی اقدام به بازخرید آن می‌نمایند، قیمت‌ها افزایش می‌یابد. این امر در تحقیقات متعددی تأیید شده، از جمله، تحقیقات کوروار (Korwar)، اسکیت و مولینز (Asquith & Mullins)، دان و مایکلسون (Dann & Mikkelson)، ورمالن (Vermaelen) و دآنجلو، دآنجلو و رایس (DeAngel, DeAngelo & Rice). اما توضیح این امر نیز با یک مدل تئوری ایستا مشکل است مگر به عنوان یک تأثیر اطلاعاتی که در آن، انتشار یا بازخرید سهام نشانگر تغییر در نسبت بدهی مورد نظر شرکت باشد.

مدل «اطلاعات نامتقارن» ساده‌ای که من برای تشریح فرضیه ترجیحی به کار بردم، پیشگویی کرد که اعلان خبر یک انتشار سهام موجب کاهش قیمت سهم می‌شود. این مدل همچنین پیشگویی کرد که در شرایط مساوی، در صورتی که بدهی بدون ریسک منتشر شود قیمت سهام نباید کاهش پیدا کند. البته هیچ شرکت خصوصی قادر نیست اوراق قرضه‌ای منتشر کند که فاقد ریسک باشد. اما معقول به نظر می‌رسد پیشگویی کنیم که تأثیر بر قیمت سهام ناشی از انتشار اوراق قرضه کمتر از تأثیر حاصل از انتشار سهام خواهد بود. این نتیجه‌گیری یافته تحقیقات «دان و مایکلسون» است.

این نتایج می‌توانند تا حدی خیال شخص را نسبت به مدل‌های اطلاعات نامتقارن، که یک نوع آن به طور خلاصه در بالا بحث شد و نتیجتاً درباره فرضیه ترجیحی، راحت‌تر سازند. بعد از شرح پنج مورد مذکور، اکنون سه مورد دیگر مورد بحث قرار می‌گیرد که واجد جایگزینی در لیست بالا نبود، و تنها به عنوان «مشاهده» از آنها یاد می‌شود:

وجود نسبت‌های هدف: مارش و تاگارت مدرکی پیدا کرده‌اند که شرکتها نسبت‌های فعلی خود را به سوی یک نسبت بدهی مطلوب تنظیم می‌کنند. در عین حال، مدلی که منحصرأ مبتنی بر این فرایند تنظیم شده باشد  $R^2$  خیلی پایینی دارد. واضح است که مدل توازی ایستا، تنها توضیح بخش کوچکی از رفتار واقعی را داراست.

ریسک: در شرایط مساوی، شرکتهای با ریسک تمایل کمتری به استقراض دارند؛ برای مثال، لانگ و مالیتز، و ویلیامسون رابطه منفی معنی داری بین ریسک شرکتها و سطح استقراض

یافته‌اند؛ در عین حال مدارک موجود در زمینه ریسک و خط مشی بدهی، آن قدر زیاد نیست که به طور کامل متقاعد کننده باشد.

مالیات: من هیچ تحقیقی را نمی‌شناسم که به روشنی بگوید که وضعیت مالیاتی یک شرکت، تأثیری معنی‌دار و قابل پیشگویی بر خط مشی بدهی آن داشته باشد و فکر می‌کنم انتظار برای چنین مطالعه‌ای نیز بسیار طول خواهد کشید. باید تصدیق کرد که طبقه‌بندی شرکتها بر اساس وضعیت مالیاتی، بدون اینکه به صورت روشن آنها را بر اساس سایر ابعاد طبقه‌بندی کنیم مشکل است؛ برای مثال شرکتهای دارای زیان انباشته زیاد، ممکن است شرکتهایی باشند که دارای مشکلات مالی نیز باشند و حداقل، بنا به تعریف، نسبتهای بدهی بالای زیادی نیز دارند. شرکتهای سودآور که درآمد مشمول مالیات بالا دارند، ممکن است دارای داراییهای نامشهود و فرصتهای رشد ارزشمندی نیز باشند. آیا آنها یک نسبت بدهی بالاتر از متوسط خواهند داشت؟ یا نسبت پایین‌تر از متوسط؟ مشکل بتوان گفت.

**برای مطالعه بیشتر رجوع شود به:**

- 1- Journal of Finance, July 1984, Vol XXXIX [S. C. Myers]
- 2- R. A. Brealey and S. C. Myers, Principles of corporate finance, New York, Mc Graw Hill Book co.
- 3- Journal of Finance, May 1977 [M. Miller]
- 4- M. Long and I. Malitz, Investment Patterns & financial Leverage, National Bureau of economic Research, 1983.
- 5- Journal of portfolio Management, Winter 1975. [F. Black]
- 6- American Economic Review, 53, June 1966 [MM]
- 7- G. Donaldson, Corporate Debt policy, Boston, Harvard Business School, 1966.