

EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
FAKULTA PODNIKOVÉHO MANAŽMENTU

Evidenčné číslo: 104004/1/2016/1268486078

**Vplyv makroprostredia na finančnú a kapitálovú
štruktúru vybraného podniku**

Diplomová práca

2016

Bc. Nikolo Hodur

EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
FAKULTA PODNIKOVÉHO MANAŽMENTU

**Vplyv makroprostredia na finančnú a kapitálovú
štruktúru vybraného podniku**

Diplomová práca

Študijný program: Podnikové financie

Študijný odbor: Finančný manažment

Školiace pracovisko: Katedra podnikových financií

Vedúci záverečnej práce: Ing. Lenka Kalusová, PhD.

Bratislava 2016

Bc. Nikolo Hodur

Čestné vyhlásenie

Čestne vyhlasujem, že záverečnú prácu som si vypracoval samostatne a že som uviedol všetku použitú literatúru.

Dátum: 10.5.2016

.....
(podpis študenta)

Pod'akovanie

Touto cestou by som sa chcel úprimne pod'akovať Ing. Lenke Kalusovej, PhD. za odbornú pomoc, cenné rady a usmernenia pri vypracovaní diplomovej práce.

ABSTRAKT

HODUR, Nikolo: *Vplyv makroprostredia na finančnú a kapitálovú štruktúru podniku*. – Ekonomická univerzita v Bratislave . Fakulta podnikového manažmentu; Katedra podnikových financií. – Vedúci záverečnej práce: Ing. Lenka kalusová, PhD. –Bratislava: FPM, 2016, počet strán: 53

Cieľom záverečnej práce je poukázať na vplyv makroprostredia na finančnú a kapitálovú štruktúru podniku. Na dosiahnutie tohto cieľa nám slúžili čiastkové ciele – vymedzenie podstaty a významu finančnej a kapitálovej štruktúry a makroprostredia a analyzovať a posúdiť kapitálovú štruktúru vybranej spoločnosti. Ďalším cieľom je analyzovať a skúmať vplyv a vývoj ukazovateľov makroprostredia na finančnú a kapitálovú štruktúru podniku. Práca je rozdelená do piatich kapitol. Obsahuje päť grafov, štrnásť tabuliek a tri obrázky. Prvá kapitola je venovaná úvodu do problematiky finančnej a kapitálovej štruktúry a makroprostredia. V ďalšej časti sa charakterizuje cieľ práce a metódy, ktoré sme použili pri jej písaní. Záverečná kapitola sa zaoberá skúmaním determinantov makroprostredia a ich vplyvov na finančnú a kapitálovú štruktúru podniku. Výsledkom riešenia danej problematiky je zistenie aký vplyv majú vybrané determinanty makroprostredia na finančnú a kapitálovú štruktúru analyzovanej spoločnosti.

Kľúčové slová: makroprostredie, finančná a kapitálová štruktúra, determinanty makroprostredia.

ABSTRACT

HODUR, Nikolo: *Impact of macroenvironment on financial and capital structure of selected enterprise*. – University of Economics in Bratislava. Faculty of Business management; Department of corporate finance. – Consultant: Ing. Lenka Kalusová, PhD. –Bratislava: FPM, 2016, pages: 53

The objective of this thesis is to showcase the impact of macroenvironment on the financial and capital structure of an enterprise. To achieve this goal we have served the milestones - Evaluating the basis and importance of financial and capital structure and macroenvironment. It is also important to analyze and judge the capital structure of the enterprise. Another object is to analyze and examine the impact and evolution of macroenvironment determinants on financial and capital structure. The thesis is divided into five chapters, contains five graphs, fourteen tables and three pictures. The first chapter contains insight into financial and capital structure and macroenvironment. The next part objective of the thesis and methods used in thesis are described. The last chapter focuses on analyzing the determinants of macroenvironment and their impact on the financial and capital structure of an enterprise. The result of solving the problem is finding out the level of impact of selected determinants on the analyzed enterprise's financial and capital structure.

Key words: macroenvironment, financial and capital structure, determinants of macroenvironment.

Obsah

Úvod	8
1 Súčasný stav riešenej problematiky doma i v zahraničí.....	10
1.1 Finančná a kapitálová štruktúra	10
1.1.1 Charakteristika finančnej a kapitálovej štruktúry	10
1.1.2 Analýza finančnej štruktúry.....	13
1.1.3 Teórie optimalizácie kapitálovej štruktúry	14
1.2 Makroprostredie.....	21
1.2.1 Charakteristika makroprostredia.....	21
1.2.2 Determinanty ovplyvňujúce finančnú a kapitálovú štruktúru podniku	25
2 Cieľ práce.....	31
3 Metodika práce a metódy skúmania	32
3.1 Charakteristika objektu skúmania.....	32
3.2 Metodika práce a metódy skúmania	32
4 Výsledky práce a diskusia	35
4.1 Vývoj ekonomického makroprostredia v rokoch 2004 až 2014.....	35
4.1.1 Vývoj daní z príjmov právnických osôb na Slovensku v rokoch 2004 až 2014	35
4.1.2 Vývoj úrokových sadzieb na Slovensku v rokoch 2004 až 2014.....	36
4.1.3 Vývoj HDP na Slovensku v rokoch 2004 až 2014	41
4.2 Analýza vplyvu vybraných determinantov ekonomického makroprostredia v spoločnosti HB Reavis Management spol, s.r.o.	44
4.2.1 Analýza zadlženosti spoločnosti HB Reavis Management spol, s.r.o.....	44
4.2.2 Analýza rentability spoločnosti HB Reavis Management spol, s.r.o.	48
4.2.3 Analýza závislosti medzi zadlženosťou a determinantmi makroprostredia	50
4.2.4 Analýza závislosti medzi zadlženosťou a rentabilitou	54

4.3	Analýza rizikovosti spoločnosti HB Reavis Management, spol s.r.o.	56
5	Diskusia	59
	Záver	63
	Zoznam použitej literatúry	64

Úvod

Na podniky pôsobia mnohé faktory z interného a externého prostredia. Podstatným rozdielom je, že príležitosti a hrozby z externého prostredia sú podnikmi neovplyvniteľné. Súčasťou externého prostredia je makroprostredie. Makroprostredie v mnohých prípadoch významne ovplyvňuje výkonnosť spoločností.

Nedávno sme boli svedkami finančnej krízy, ktorá spomalila svetovú ekonomiku a následne spôsobila recesiu. V závislosti od charakteru poskytovaných produktov jestvujú odvetvia a podniky, ktoré reagujú na náhle zmeny v makroprostredí rýchlejšim a významnejším tempom ako iné.

Skúsení finanční riaditelia a investori preto musia byť schopní okrem analyzovania vplyvov z interného prostredia podniku kvantifikovať aj možné hrozby, resp. príležitosti z makroprostredia.

V diplomovej práci sa budeme preto zaoberať výskumom vývoja makroprostredia v rokoch 2004 až 2014 na Slovensku a následne budeme analyzovať vzťah a vplyv determinantov makroprostredia na finančnú a kapitálovú štruktúru podniku pomocou vybraných štatistických metód výskumu.

1 Súčasný stav riešenej problematiky doma i v zahraničí

1.1 Finančná a kapitálová štruktúra

Finančná a kapitálová štruktúra úzko súvisia s majetkovou štruktúrou podniku. Z hľadiska účtovníctva je kapitálová štruktúra protistranou majetkovej štruktúry a v súvahe je zobrazená na strane pasív, kým majetok daného podniku zobrazujeme v súvahe na strane aktív. Pod finančnou a kapitálovou štruktúrou podniku rozumieme teda štruktúru pasív podniku. Finančná a kapitálová štruktúra podniku sa môžu líšiť v závislosti od právnej formy a veľkosti podniku, od zamerania podnikateľskej činnosti a od zdrojov financovania.

1.1.1 Charakteristika finančnej a kapitálovej štruktúry

V odbornej literatúre sa stretávame s dvojakým prístupom k definovaniu kapitálovej štruktúry:

1. stotožnenie kapitálovej a finančnej štruktúry,
2. odlíšenie kapitálovej a finančnej štruktúry.

Finančná teória tieto pojmy dôsledne oddeľuje, a preto budeme v tejto práci chápať pojmy kapitálová a finančná štruktúra ako rozdielne. „**Finančná štruktúra podniku**“ vyjadruje podiel jednotlivých zdrojov financovania na celkových finančných zdrojoch podniku, kým „**kapitálová štruktúra podniku**“ je termín, ktorý používame len v súvislosti s dlhodobými zdrojmi financovania.

„Finančná štruktúra podniku je širší pojem ako kapitálová štruktúra podniku. Vyjadruje štruktúru všetkých finančných zdrojov (celého kapitálu) kryjúcich celý majetok podniku. Sú to zdroje, ktoré zahŕňajú dlhodobý kapitál a navyše aj všetky krátkodobé finančné zdroje úverového charakteru, ktoré sú s lehotou splatnosti do jedného roka.“¹

„Kapitálová štruktúra podniku sa charakterizuje ako štruktúra dlhodobého kapitálu, ktorý finančne kryje rozhodujúcu časť majetku podniku. Ide o kapitál, ktorý má podnik trvale a dlhodobo k dispozícii. Zahŕňa vlastný a cudzí kapitál podniku. Vlastný kapitál je tvorený základným imanom, fondmi vytváranými zo zisku ponechaného v podniku a z nerozdeleného zisku. Cudzí kapitál zahŕňa podnikom emitované obligácie, strednodobé a dlhodobé bankové úvery a iné záväzky podniku s lehotou splatnosti dlhšou ako jeden rok.“²

¹ VLACHYNSKÝ, K. a kol. 2006. *Podnikové financie*. Bratislava : Vydavateľstvo Iura Edition, 2006. 82 s. ISBN 80-8078- 029-3

² VLACHYNSKÝ, K. a kol. 2006. *Podnikové financie*. Bratislava : Vydavateľstvo Iura Edition, 2006. 82 s. ISBN 80-8078- 029-3

„V dlhodobom finančnom rozhodovaní je vhodnejšie pracovať s pojmom kapitálová štruktúra, pretože obežné aktíva a krátkodobé záväzky sú v plánovej finančnej bilancii nahradené kategóriou čistý pracovný kapitál.“³

Zaujímavý je názor autorov Brealyho a Mayersa, ktorí chápu kapitálovú štruktúru ako „zmes rôznych cenných papierov podniku. Výber kapitálovej štruktúry je v základe problémom marketingu. Podnik môže vydať desiatky rôznych cenných papierov v rôznych kombináciách, ale pokúša sa nájsť takú kombináciu, ktorá by maximalizovala jeho trhovú hodnotu“⁴

Štruktúra pasív súvahy, ktorá predstavuje zdroje financovania majetku, je v súvahe rozdelená z hľadiska vlastníctva na vlastné imanie a cudzí kapitál. *„Vlastné imanie ako celok predstavuje nárok vlastníkov na majetok podniku“⁵*. Vlastné imanie delíme na:

- **Základné imanie:** predstavuje trvalý vlastný zdroj majetku, ktorý do podnikania vložil majiteľ pri vzniku spoločnosti, alebo neskôr pri jeho zvyšovaní.
- **Kapitálové fondy:** tvoríme ich z rôznych zdrojov a plynú do podniku z externého prostredia darovaním dlhodobého hmotného majetku, vkladom spoločníka do rezervného fondu pri vzniku účtovnej jednotky, či precenenia majetku na reálnu hodnotu, ktoré má vplyv na vlastné imanie.
- **Fondy zo zisku:** vytvárame ich z dosiahnutého účtovného zisku podniku pri jeho rozdeľovaní.
- **Výsledky hospodárenia minulých rokov:** vyjadrujú nerozdelený zisk z predchádzajúcich účtovných období, resp. neuhradená strata vytvorená v predchádzajúcich účtovných obdobiach.
- **Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie po zdanení:** táto položka vyjadruje účtovný zisk, resp. stratu, ktoré boli vytvorené v období za ktoré sa zostavuje účtovná závierka.

Cudzí zdroje na strane pasív delíme na:

- **Rezervy:** vyjadrujú záväzky s neistým časovým vymedzením, alebo výškou.

³ KRÁLOVIČ, J. - VLACHYNSKÝ, K. 2011. *Finančný manažment*. Bratislava : Vydavateľstvo Iura Edition, 2011. 151 s. ISBN 978-80-8078-356-3.

⁴ BREALEY, R.A. - MYERS, S.C. 1992. *Teorie a praxe firemních financí*. Praha : Vydavateľstvo East Publishing, s.r.o., 1992. 427 s. ISBN 80-85605-24-4

⁵ ŠLOSÁROVÁ, A. 2012. *Základy účtovníctva*. Bratislava : Vydavateľstvo Ekonóm, 2012. 100 s. ISBN 978-80-225-3391-1.

- **Dlhodobé záväzky:** sú to záväzky s dobou splatnosti dlhšou ako jeden rok.
- **Krátkodobé záväzky:** vyjadrujeme nimi záväzky s dobou splatnosti najviac jeden rok.
- **Krátkodobé finančné výpomoci:** vznikajú voči osobám, ktoré účtovnej jednotke požičali peňažné prostriedky a nie sú bankou a doba splatnosti týchto záväzkov je najviac jeden rok.
- **Bankové úvery:** vyjadrujú záväzky voči bane, ktorá poskytla účtovnej jednotke peňažné prostriedky prostredníctvom úveru. Členia sa na dlhodobé a krátkodobé podľa zostatkovej doby ich splatnosti.

Tabuľka č. 1: Strana pasív súvahy

STRANA PASÍV	
Spolu vlastné imanie a záväzky	
A. Vlastné imanie	
	A.I. Základné imanie
	A.II. Emisné ážio
	A.III. Ostatné kapitálové fondy
	A.IV. Zákonné rezervné fondy
	A.V. Ostatné fondy zo zisku
	A.V. Oceňovacie rozdiely z precenenia majetku
	A.VI. Výsledok hospodárenia minulých rokov
	A.VI. Výsledok hospodárenia za účtovné obdobie
B. Záväzky	
	B.I. Dlhodobé záväzky súčet
	B.II. Dlhodobé rezervy
	B.III. Dlhodobé bankové úvery
	B.IV. Krátkodobé záväzky súčet
	B.V. Krátkodobé rezervy
	B.VI. Bežné bankové úvery
	B.VII. Krátkodobé finančné výpomoci
C. Časové rozlíšenie	
	C.1. Výdavky budúcich období dlhodobé
	C.2. Výdavky budúcich období krátkodobé
	C.2. Výnosy budúcich období dlhodobé
	C.2. Výnosy budúcich období krátkodobé

Zdroj: Vlastné spracovanie

Položka časové rozlíšenie je osobitným druhom záväzkov, ktoré na strane pasív obsahuje výdavky a výnosy budúcich období.

„Vo väzbe na kapitálovú štruktúru má zásadný význam skúmať otázku majetkovo finančnej stability. Jej udržanie je významnou súčasťou fungovania každého podnikateľského subjektu“⁶

Majetkovo finančná stabilita vyjadruje schopnosť podniku vytvárať a trvalo udržiavať súlad medzi používaným majetkom a zdrojmi financovania (kapitálom), ktorým je daný majetok financovaný. Pri jej skúmaní je potrebné vykonať analýzu pomeru medzi jednotlivými zložkami majetku, druhmi používaného kapitálu a medzi jednotlivými zložkami majetku a druhmi používaného kapitálu. Z najdôležitejších faktorov, ktoré ovplyvňujú kapitálovú štruktúru, možno uviesť:

- náklady na získavanie kapitálu,
- riziká cudzieho kapitálu,
- zloženie majetku podniku,
- pohyb cash flow,
- úroveň likvidity,
- intenzita zdaňovania.

„Pri teoretickom i praktickom riešení problematiky optimálnej kapitálovej štruktúry ide najmä o zodpovedanie nasledovnej otázky – či je možné zmenou kapitálovej štruktúry ovplyvniť trhovú hodnotu podnikateľského subjektu, resp. či existuje z hľadiska trhovej hodnoty podnikateľského subjektu nejaká optimálna kapitálová štruktúra.“⁷

Optimálnej kapitálovej štruktúre a k ich teoretickým prístupom sa budeme bližšie zaoberať v podkapitole „Teórie optimalizácie“.

1.1.2 Analýza finančnej štruktúry

Finančná analýza je dôležitý proces, ktorý poskytuje zdroj informácií potrebných pre formovanie kapitálovej štruktúry podniku. Kapitálová štruktúra významnou mierou ovplyvňuje základné ciele potrebné pre zachovanie finančnej rovnováhy a to rentabilitu, likviditu a stabilitu. Nie je možné maximalizovať všetky tri ciele súčasne a preto je potrebné medzi nimi udržiavať rovnováhu.

„Od podielu a štruktúry cudzích zdrojov a s nimi súvisiacej povinnosti podniku platiť úroky priamo závisí rentabilita vlastného kapitálu, ako aj ďalšie ukazovatele rentability.“

⁶ SIVÁK,R. - MIKÓCZIOVÁ, J. 2006. *Teória a politika kapitálovej štruktúry podnikateľských subjektov*, 1.vydanie Bratislava: Vydavateľstvo SPRINT - vfra, 2006. 13 s. ISBN 80-89085-63-6.

⁷ SIVÁK,R. - MIKÓCZIOVÁ, J. 2006. *Teória a politika kapitálovej štruktúry podnikateľských subjektov*, 1.vydanie Bratislava: Vydavateľstvo SPRINT - vfra, 2006. 15 s. ISBN 80-89085-63-6.

Krátkodobé cudzie zdroje predstavujú vstupné údaje pri výpočte ukazovateľov likvidity, ktoré charakterizujú momentálnu platobnú schopnosť podniku. Základom dlhodobej stability podniku je udržiavanie určitej úrovne celkovej zadlženosti podniku, ako aj správneho vzťahu medzi štruktúrou majetku a štruktúrou kapitálu, ktorým je tento majetok financovaný. To znamená, že finančnú štruktúru nemožno posudzovať oddelene od majetkovej štruktúry. “⁸

Finančnú situáciu podniku ovplyvňujú činitele dvojakého charakteru, ktoré môžeme zaradiť do dvoch skupín. Prvou skupinou rozumieme činitele externého charakteru, ktoré pôsobia na podnik a jeho okolie z makroprostredia a podnik môže len malou mierou, resp. vôbec ovplyvňovať tieto činitele. Podrobnejšie sa im budeme venovať v druhej kapitole a to konkrétne v podkapitole *„Determinanty ovplyvňujúce finančnú a kapitálovú štruktúru podniku.“*

Druhú skupinu tvoria činitele z interného prostredia podniku, podnik ich môže ovplyvniť a preto majú subjektívny charakter. Tieto činitele môžeme ďalej členiť na kvantitatívne (tržby, výnosy atď.) a kvalitatívne (popisujú transformačný proces vstupov na výstupy). Na analýzu finančnej štruktúry využívame najmä finančné pomerové ukazovatele, a to ukazovatele zadlženosti.

1.1.3 Teórie optimalizácie kapitálovej štruktúry

Optimálna kapitálová štruktúra podniku je jednou z kľúčových otázok finančného riadenia podniku. Pri rozhodovaní o kapitálovej štruktúre sa snažíme zodpovedať, či má kapitálová štruktúra význam a v akom pomere sa zvýši, respektíve zníži tržobná hodnota podniku v prípade, že sa zmení pomer medzi cudzím a vlastným kapitálom. V prípade, že má kapitálová štruktúra význam, sú podstatné faktory, ktoré určujú optimálny pomer medzi dlhom a vlastným kapitálom, aby sa maximalizovala tržobná hodnota podniku.

*„Pri rozhodovaní o kapitálovej štruktúre musí finančný manažér brať do úvahy, resp. rešpektovať mnohé faktory, napríklad náklady podniku na získanie príslušného druhu kapitálu, stupeň rizika poskytovateľov kapitálu, zloženie podnikových aktív, veľkosť a stabilitu podnikových ziskov a cash flow, zdanenie podnikových ziskov a ďalšie.“*⁹

Pri tvorbe optimálnej kapitálovej štruktúry pre podniky pôsobiace v štandardnej trhovej ekonomike sú dôležité tieto skutočnosti:

⁸ SIVÁK, R. - MIKÓCZIOVÁ, J. 2006. *Teória a politika kapitálovej štruktúry podnikateľských subjektov*, 1. vydanie Bratislava: Vydavateľstvo SPRINT - v.fra, 2006. 24 s. ISBN 80-89085-63-6.

⁹ KRÁĽOVIČ, J. - VLACHYNSKÝ, K. 2011. *Finančný manažment*. Bratislava : Vydavateľstvo Iura Edition, 151 s. ISBN 978-80-8078-356-3.

- Náklady podniku, ktoré súvisia so získaním a viazaním vlastného kapitálu sú vyššie, než náklady na získanie cudzieho kapitálu, pretože riziko vlastníka je vyššie ako riziko veriteľa a podiel na zisku sa vypláca vlastníkom po zdanení, pričom úroky z úverov sú súčasťou nákladov a znižujú základ dane.
- Zvyšovanie podielu cudzieho kapitálu na celkovom kapitáli síce vyvoláva znižovanie priemerných nákladov podniku na získanie a viazanie kapitálu, avšak zvyšuje riziko platobnej neschopnosti podniku a iných finančných ťažkostí.

Existujú rôzne spôsoby a pravidlá financovania, pomocou ktorých sa dosahuje optimálna kapitálová štruktúra. Najjednoduchším je formulovanie vertikálnych pravidiel financovania, teda pomer medzi cudzím a vlastným kapitálom na strane pasív súvahy.

„Za základné sa považuje pravidlo 1:1, t.j. že cudzí kapitál by nemal byť vyšší ako vlastný kapitál. Pre rizikovejšie odbory podnikania sa považuje za potrebné dodržať vzťah 2:1, teda aby cudzí kapitál nepresiahol polovicu vlastného kapitálu.“¹⁰

Okrem daného pravidla je možné vychádzať aj nasledovného kritéria *„optimálna finančná štruktúra podniku sa dosahuje vtedy, keď výhody plynúce zo zvyšovania podielu cudzieho kapitálu sa vyrovnajú marginálnym nákladom finančných ťažkostí spojených s týmto rastom.“¹¹*

Východiskom pri formulovaní optimálnej kapitálovej štruktúry je stanovenie priemerných nákladov na kapitál. Termínom náklady na kapitál označujeme výdavok, ktorý podnik vynaloží na získanie a viazanie jednotlivých zložiek kapitálu, za účelom financovania svojich aktivít. Nákladom vlastného kapitálu rozumieme výnos získaný vlastníkom za vklad kapitálu do podniku. V prípade akciových spoločností je týmto výnosom výška dividendy a prírastok trhovej ceny akcií. Nákladom cudzieho kapitálu rozumieme úrok platený veriteľom za poskytnutie finančných prostriedkov. Uvedená skutočnosť je vážnym problémom pri kvantifikovaní ceny podnikového kapitálu. Kým cena cudzieho kapitálu je daná výškou úrokovej sadzby, pri ktorej veritelia poskytujú podniku úverové zdroje, kvantifikácia nákladov vlastného kapitálu je zložitý problém.

„Ak prihliadame len na rozdielnosť nákladov vlastného a cudzieho kapitálu, potom zvyšovanie podielu cudzieho kapitálu na celkovom kapitáli vedie k znižovaniu priemerných

¹⁰ VLACHYNSKÝ, K. a kol. 2009. *Podnikové financie*. Bratislava : Vydavateľstvo Iura Edition, 2009. 100 s. ISBN 978-80-8078-258-0

¹¹ VLACHYNSKÝ, K. a kol. 2009. *Podnikové financie*. Bratislava : Vydavateľstvo Iura Edition, 2009. 100 s. ISBN 978-80-8078-258-0

*nákladov kapitálu pre podnik. Tento jav sa označuje pojmom finančný leverage.*¹²

Priemerné náklady kapitálu pre podnik počítame pomocou vzorca:

$$N_k = N_{vk} \cdot \frac{K_v}{K_v + K_c} + N_{ck} \cdot \frac{K_c}{K_v + K_c}$$

kde N_k sú priemerné náklady celkového kapitálu,
 N_{vk} – priemerné náklady vlastného kapitálu,
 N_{ck} – priemerné náklady cudzieho kapitálu,
 K_v – vlastný kapitál,
 K_c – cudzí kapitál.

Náklady na kapitál delíme na:

- špecifické náklady,
 - náklady na dlh,
 - náklady na prioritné akcie,
 - náklady na kmeňové akcie a podobne.
- priemerné náklady na celkový podnikový kapitál.

Vo finančnej teórii sa postupne vypracovali viaceré modely optimalizácie kapitálovej štruktúry. Konečným požadovaným kritériom je vždy maximalizácia trhovej hodnoty podniku a tieto modely rozlišujeme podľa prístupov, ktoré vedú k tejto optimalizácii. Delíme ich na:

- modely, ktoré skúmajú vplyv nákladov kapitálu pre podnik,
- model zameraný na pôsobenie vlastníckej štruktúry podniku.

Ďalej pristúpime k definovaniu jednotlivých modelov optimalizácie kapitálovej štruktúry. Modely skúmajúce vplyv nákladov kapitálu pre podnik analyzujú pôsobenie rozdielnych nákladov vlastného a cudzieho kapitálu na trhovú hodnotu podniku a ich cieľom je určiť optimálnu mieru zadlženosti, teda takú, pri ktorej je priemerná miera nákladov kapitálu minimálna. Líšia sa predovšetkým rozdielnymi zjednodušujúcimi predpokladmi, z ktorých vychádzajú.

Najjednoduchšou je **klasická teória kapitálovej štruktúry**. Daný model vychádza z toho, že rast zadlženosti (finančná páka) znižuje náklady celkového kapitálu a tým zvyšuje trhovú hodnotu podniku. *„Výhody plynúce z rastu podielu cudzieho kapitálu spočívajú najmä v nižších nákladoch na získanie a viazanie cudzieho kapitálu a v existencii daňového štítu, t.j. v znižovaní daňového zaťaženia (konkrétne základu na výpočet dane z príjmov) ako dôsledku*

¹² VLACHYNSKÝ, K. a kol. 2009. *Podnikové financie*. Bratislava : Vydavateľstvo Iura Edition, 2009. 93 s. ISBN 978-80-8078-258-0

*zahrňania úrokov z úveru do podnikových nákladov.*¹³

Uvedený model pracuje s viacerými zjednodušeniami z ktorých najdôležitejšími sú: dokonalý trh, neberie sa do úvahy zdaňovanie zisku, neráta sa s tzv. transakčnými nákladmi spojenými s emisiou akcií alebo so získaním cudzieho kapitálu (napr. s emisiou obligácií), celý zisk sa rozdeľuje na dividendy, zisk pred úrokmi a zdanením sa v jednotlivých obdobiach nemení a ani pri zmene kapitálovej štruktúry, vlastníci požadujú konštantný výnos svojho kapitálu a takisto veritelia požadujú nezmenenú úrokovú mieru bez ohľadu na kapitálovú štruktúru podniku.

Klasickú teóriu kapitálovej štruktúry ďalej delíme na:

- Prístup z hľadiska čistého zisku,
- Prístup z hľadiska čistého prevádzkového zisku,
- Tradičný prístup, alebo teória krivky U.

Prístup z hľadiska čistého zisku okrem vyššie uvedených vychádza z predpokladov, že správanie investorov je nezávislé od miery zadlženia podniku, pri zvyšovaní miery zadlženosti podniku klesá miera priemerných nákladov kapitálu z dôvodu nižších nákladov cudzieho kapitálu a konečnú trhovú hodnotu podniku rátame ako súčet trhovej hodnoty vlastného kapitálu a trhovej hodnoty cudzieho kapitálu.

„Tento model odporuje realite najmä v tom, že zanedbáva finančné riziko a riziko vzniku finančných ťažkostí plynúce zo zvyšovania podielu cudzieho kapitálu, t.j. vychádza z predpokladu, že investor i sú indiferentní voči extrémnemu zadlženiu podniku.“¹⁴

Prístup z hľadiska čistého prevádzkového zisku je na rozdiel od predošlého prístupu založený na predpokladoch, že zvyšovaním miery zadlženosti sa zvyšuje požadovaná miera výnosu vlastného kapitálu, zatiaľ čo miera výnosu cudzieho kapitálu ostáva nezmenená. Miera priemerných nákladov kapitálu je konštantná a trhovú hodnotu vlastného kapitálu je úmerná rozdielu medzi trhovou hodnotou podniku a trhovou hodnotou cudzieho kapitálu.

Tento prístup vedie k výsledku, že optimálna kapitálová štruktúra podniku neexistuje, pretože zmenou miery zadlženia sa priemerné náklady kapitálu a trhovú hodnotu podniku nemenia. *„Uvedený prístup je nerealistický v tom, že predpokladá, že akcionári si zvyšujúce sa finančné riziko kompenzujú aj pri najmenších zmenách miery zadlženosti, kým veritelia*

¹³ VLACHYNSKÝ, K. a kol. 2009. *Podnikové financie*. Bratislava : Vydavateľstvo Iura Edition, 2009. 100 s. ISBN 978-80-8078-258-0

¹⁴ SIVÁK, R. - MIKÓCZIOVÁ, J. 2006. *Teória a politika kapitálovej štruktúry podnikateľských subjektov*, 1.vydanie Bratislava : Vydavateľstvo SPRINT - vfra, 2006. 79-80 s. ISBN 80-89085-63-6.

*ostanú nedotknutí, v dôsledku čoho miera priemerných nákladov kapitálu ostáva konštantná. Model zároveň nepodáva vysvetlenie, prečo je trhovú hodnotu podniku nezávislá od kapitálovej štruktúry.*¹⁵

Tradičný prístup alebo teória krivky U v porovnaní s predošlými sa líši najmä tým, že vychádza z predpokladu, že vlastníci a veritelia reagujú na zmeny kapitálovej štruktúry podniku. Rast zadlženosti vedie k rastu rizika a akcionári požadujú ako kompenzáciu vyšší výnos zo svojho kapitálu, a takisto zvyšuje aj riziko veriteľov, ktorí ho kompenzujú zvýšením úrokovej miery. *„Záverom je, že do určitého podielu cudzieho kapitálu priemerné náklady celkového kapitálu podniku klesajú a po prekročení tohto kritického podielu začínajú rásť. V bode najnižších priemerných nákladov kapitálu je trhovú hodnotu podniku najvyššia a tomu zodpovedajúca kapitálová štruktúra je optimálna.*¹⁶

Model kapitálovej štruktúry podľa Millera a Modiglianiho, v skratke tzv. M-M model, ktorý zasiahol do predstáv o vplyve kapitálovej štruktúry na trhovú hodnotu podniku revolučným spôsobom.

*„Vo svojom článku autori prišli k záveru, že za určitých predpokladov sú celkové náklady na podnikový kapitál a teda aj trhovú hodnotu podniku nezávislé od jeho kapitálovej štruktúry, pretože na dobre fungujúcom trhu majú investície prinášajúce rovnaký výnos rovnakú cenu.*¹⁷

K tomuto záveru sa autori dopracovali predovšetkým kvôli zjednodušujúcim začiatočným predpokladom, ktoré vylúčili pri analýze rad faktorov ovplyvňujúcich finančné rozhodnutia a kapitálovú štruktúru podniku. Predpoklady, na ktorých je M-M model založený, sú najmä dokonalý kapitálový trh, teda bezplatné informácie k dispozícii investorom, neexistencia transakčných nákladov a racionálne správanie sa investorov. Ďalej je to začlenenie podnikov do viacerých skupín a v jednotlivých skupinách sú podniky s rovnakým stupňom prevádzkového rizika a aj rovnakou výnosnosťou vloženého kapitálu, pričom výnosnosť a rizikovosť jednotlivých skupín je odlišná. Čistý výnos sa v jednotlivých obdobiach nemení, model neberie do úvahy zdaňovanie zisku a všetky subjekty na kapitálovom trhu majú rovnakú možnosť získať úver a majú rovnaké podmienky.

Vývoj nákladov cudzieho kapitálu je podobný ako v tradičnom prístupe kapitálovej štruktúry, ale tvrdí, že vývoj nákladov vlastného kapitálu rastie od prvého vstupu cudzieho

¹⁵ SIVÁK, R. - MIKÓCZIOVÁ, J. 2006. *Teória a politika kapitálovej štruktúry podnikateľských subjektov*, 1. vydanie Bratislava : Vydavateľstvo SPRINT - v.fra, 2006. 82 s. ISBN 80-89085-63-6.

¹⁶ VLACHYNSKÝ, K. a kol. 2009. *Podnikové financie*. Bratislava : Vydavateľstvo Iura Edition, 2009. 102 s. ISBN 978-80-8078-258-0

¹⁷ KRÁĽOVIČ, J., VLACHYNSKÝ, K. 2011. *Finančný manažment*. Bratislava : Iura Edition, 2011. 159 s. ISBN 978-80-8078-356-3.

kapitálu a jeho zvyšovaním plynule rastú.

Pri istom stupni zadlženosti sa zvyšuje úroková miera z cudzieho kapitálu a stúpajúce požiadavky akcionárov prekrývajú výhody plynúce z rastúceho podielu lacnejších cudzích zdrojov. V konečnom dôsledku sa potom priemerné náklady na získanie a viazanie kapitálu nemenia ani pri meniacej sa kapitálovej štruktúre.

Neskôr autori M-M modelu v roku 1963 vypracovali rozšírený model, ktorý vychádzal z predpokladu zdaňovania zisku a v analýze kapitálovej štruktúry počítali s pozitívnym vplyvom zdanenia príjmov podniku na trhovú hodnotu podniku. K tomuto záveru dospeli na základe skutočnosti, že úroky z úveru sa zahŕňajú do nákladov a znižujú tak základ dane zo z príjmov. Táto skutočnosť spôsobuje pozitívny vplyv cudzieho kapitálu na trhovú hodnotu podniku a nazývame ho **úrokový daňový štít**. Má charakter perpetuity a je možné určiť jeho súčasnú hodnotu. Súčasnú hodnotu úrokového daňového štítu vypočítame pomocou vzťahu:

$$SH \text{ ÚDŠ} = \frac{Kc \cdot i \cdot T}{i} = Kc \cdot T$$

Kde SH ÚDŠ je súčasná hodnota úrokového daňového štítu,

Kc- cudzí kapitál,

i – úrok z dlhu,

T – daňová sadzba.

„Základný M-M model a prístup z hľadiska čistého prevádzkového zisku sa zhodujú v tom, že optimálna kapitálová štruktúra podniku neexistuje. Podobne aj rozšírený M-M model a prístup z hľadiska čistého zisku prišli k záveru, že optimálna je maximálna zadlženosť. Na rozdiel od klasických modelov však M-M model vychádza nielen z predpokladov o správaní investorov, ale svoje závery zdôvodňuje rovnováhou na kapitálovom trhu.“¹⁸

Vyššie uvedené modely sa kvôli viacerým zjednodušujúcim predpokladom nepribližujú ekonomickej realite, aj napriek tomu, že rozšírený M-M model ráta so zdaňovaním podnikového zisku pri výpočtoch zahŕňa úrokový daňový štít. K reálnym podmienkam sa najviac približuje **kompromisná teória kapitálovej štruktúry**, ktorá odstraňuje mnohé z nedostatkov M-M modelu.

Autormi klasického modelu sú americkí ekonómovia Brealey a Myers. Model vychádza z rozšíreného prístupu M-M, avšak na rozdiel od neho neberie do úvahy len vplyv

¹⁸ SIVÁK, R. - MIKÓCZIOVÁ, J. 2006. *Teória a politika kapitálovej štruktúry podnikateľských subjektov*, 1. vydanie Bratislava : Vydavateľstvo SPRINT - v.fra, 2006. 100 s. ISBN 80-89085-63-6.

daní, ale aj náklady na finančné ťažkosti možného bankrotu. Okrem týchto faktorov ráta rozšírený kompromisný model aj agentské náklady cudzieho a vlastného kapitálu.

„Podľa neho optimálna kapitálová štruktúra sa dosiahne pri takom pomere vlastného a cudzieho kapitálu, pri ktorom sa výhody úverového daňového štítu rovnajú nákladom finančných ťažkostí“¹⁹

Náklady na finančné ťažkosti sú spôsobené vysokým zadlžením podniku, ktoré môžu spôsobiť neschopnosť podniku uhrádzať svoje záväzky veriteľom, teda podniku hrozí, že pôjde do likvidácie. Delíme ich na priame a nepriame. Medzi priame sa zaraďujú rôzne poplatky právnikom a iným odborníkom, ktoré musí podnik uhradiť v prípade, že sa dostane do finančných ťažkostí. Nepriame náklady súvisia dôsledkami, ktoré vznikajú, keď musia riadiaci pracovníci podniku prijímať ekonomicky nevýhodné opatrenia za účelom získania hotovosti, ako napríklad odpredaj časti svojich aktív za nevýhodné ceny.

Model porovnáva trhovú hodnotu podniku a kapitálovú štruktúru podniku na základe analýzy pomeru cudzieho a vlastného kapitálu. Hodnotu podniku s dlhom pomocou kompromisného modelu vypočítame podľa vzťahu:

$$V_z = V_n + SH \text{ ÚDŠ} - SH \text{ NFT}$$

Kde V_z je hodnota podniku s dlhom,

V_n – hodnota podniku financovaného len vlastným kapitálom,

$SH \text{ ÚDŠ}$ - súčasná hodnota úrokového daňového štítu,

$SH \text{ NFT}$ – súčasná hodnota nákladov na finančné ťažkosti.

Ako sme vyššie spomenuli, rozšírený kompromisný model ráta aj s agentskými nákladmi, teda nákladmi súvisiacimi s konfliktom záujmov medzi manažérmi, vlastníkmi a veriteľmi podniku a pri jeho formulácii by sme k danému vzorcu pripočítali súčasnú hodnotu agentských nákladov na vlastný kapitál a odčítali súčasnú hodnotu agentských nákladov na dlh. *„Optimálna kapitálová štruktúra z hľadiska agentských nákladov na vlastný kapitál a agentských nákladov na dlh je v bode, v ktorom sa agentské náklady na dodatočnú korunu dlhu budú presne rovnať agentským nákladom na korunu vlastného kapitálu“²⁰*

„Kým približná kvantifikácia daňových úspor by nemala byť problémom, rozsah nákladov finančných ťažkostí a agentských nákladov možno vyčíslieť len približne, na základe

¹⁹ VLACHYNSKÝ, K. a kol. 2009. *Podnikové financie*. Bratislava : Vydavateľstvo Iura Edition, 2009. 102 s. ISBN 978-80-8078-258-0.

²⁰ KRÁĽOVIČ, J. - VLACHYNSKÝ, K. 2011. *Finančný manažment*. Bratislava : Vydavateľstvo Iura Edition, 2011. 169 s. ISBN 978-80-8078-356-3.

*subjektívneho úsudku, t.j. pre závislosť trhovej hodnoty podniku od podielu cudzieho kapitálu nemožno nájsť presný funkčný vzťah.*²¹

1.2 Makroprostredie

1.2.1 Charakteristika makroprostredia

„Mikroprostredie je tvorené firmami a jednotlivcami, ktorí priamo ovplyvňujú spoločnosť. Vplyv makroprostredia je však na firmu menej viditeľný. Zahŕňa všeobecné trendy a vplyvy, ktoré sa nemusia priamo odraziť vo vzťahoch spoločnosti so zákazníkmi, dodávateľmi a odberateľmi, ale skôr či neskôr mení makroprostredie charakter týchto vzťahov.“²²

Z hľadiska externého prostredia vnímame dve sféry, v ktorých podnik pôsobí. Vyššou sférou rozumieme makroprostredie ktoré pozostáva z ekonomického, politického, sociálno-kultúrneho, technického, demografického a ekologického sektora. Nižšia sféra je odvetvové prostredie a patria doň konkurenčné podniky, zákazníci, dodávatelia aj ďalšie faktory a priamo ovplyvňujú postavenie podniku.

„Makroprostredie sa vymedzuje ako prostredie, v ktorom sa nachádzajú všetky podnikateľské subjekty nezávisle od konkrétneho odvetvia alebo druhu podnikania, pričom sa nachádzajú pod tlakom síl, ktoré nedokážu ovplyvniť. Široké okolie je súbor premenných, ktoré pôsobia na všetky podniky rovnako, neúčinkujú teda selektívne, ich dôsledky však môže každý podnik pociťovať odlišne. Makroprostredie z hľadiska (čo do veľkosti kapitálu, počtu zamestnancov a pod.) je vopred dané a pôsobí ako súbor faktorov vis major.“²³

Ekonomické prostredie je definované hospodárskou politikou a medzinárodnými hospodárskymi vzťahmi. Od ekonomického prostredia závisí prosperita národného hospodárstva a vplýva na schopnosť jednotlivých podnikateľských subjektov dosahovať zisk. Medzi makroekonomické ukazovatele, ktoré najviac vplývajú na podnikateľské subjekty, zaraďujeme najmä mieru hospodárskeho rastu, úrokovú mieru, menové kurzy a mieru inflácie. Miera hospodárskeho rastu priamo ovplyvňuje hrozby a príležitosti, ktorým sú podnikateľské subjekty vystavené. V prípade kladnej miery hospodárskeho rastu rastú spotrebiteľské výdavky, spotreba sa rozširuje a zvyšuje a následne sa v súvislosti s týmto

²¹ SIVÁK, R. - MIKÓCZIOVÁ, J. 2006. *Teória a politika kapitálovej štruktúry podnikateľských subjektov*, 1. vydanie Bratislava : Vydavateľstvo SPRINT - v.fra, 2006. 100 s. ISBN 80-89085-63-6.

²² BALÁŽ, P. a kol. 2010. *Medzinárodný obchod*. Bratislava : Vydavateľstvo SPRINT dva, 2010. 442 s. ISBN 978-80-89393-18-3

²³ SLÁVIK, Š. 2013. *Strategický manažment*. Bratislava : Vydavateľstvo SPRINT dva, 2013. 57 s. ISBN 978-80-89393-96-1

faktom uvoľňujú konkurenčné tlaky v odvetví, čo vedie k expanzií. Klesajúca miera hospodárskeho rastu má tým pádom opačný vplyv. Úroveň úrokovej miery, najmä referenčnej úrokovej sadzby centrálnych bánk, vplýva najmä na cenu cudzích zdrojov pre podnikateľskú sféru. Menové kurzy vyjadrujú, koľko peňažných jednotiek domácej meny je potrebné vydať na jednu jednotku cudzej meny. Pokles kurzu domácej meny podporuje export a nárast import. *„Inflácia je zdrojom destabilizácie hospodárstva, pretože spomaľuje ekonomický rast, zvyšuje úrokovú mieru a zapríčiňuje ťažko sledovateľné menové pohyby. V inflačnom prostredí je nemožné predvídať s akoukoľvek presnosťou reálnu hodnotu výnosov na dlhšie obdobie, čo vedie k zníženiu ochoty investovať, čo má za následok pokles hospodárskej aktivity a zastavenie alebo pokles hospodárskeho rastu.“*²⁴

Podrobnejšie sa jednotlivými determinantami ekonomického prostredia budeme zaoberať v podkapitole *„Determinanty ovplyvňujúce finančnú a kapitálovú štruktúru podniku.“*

Politické prostredie je jedným z najmenej predvídateľných prvkov makroprostredia. Vládna politika a právny systém zasahuje každý podnikateľský subjekt, bez ohľadu na to, kde má sídlo. Z toho dôvodu nie je možné ignorovať právnu reguláciu a politiku krajiny, v ktorej uskutočňuje podnikateľský subjekt svoje aktivity. *„Vplyv politického a právneho prostredia sa vo všeobecnosti prejavuje zákonmi, ktoré nariaďujú alebo zakazujú určité činnosti, a predpismi (nariadeniami a vyhláškami), ktoré interpretujú a konkretizujú zákony. Politické a právne prostredie v konkrétnej polohe predstavuje napr. protimonopolný zákon, právne dokumenty upravujúce podmienky podnikania, (železničná a letecká doprava, rozhlasové a televízne vysielanie, energetika) a ďalšie právne predpisy.“*²⁵

*Je nevyhnutné monitorovať správanie vlády, aby vzhľadom na stabilitu politického prostredia boli podnikateľské jednotky včas schopné reagovať na zmeny, ktoré sa týkajú podmienok podnikania v danej krajine. „Vo všeobecnosti sú krajiny, ktoré majú historicky stabilný politický vývoj, menej rizikové ako tie, ktoré takouto históriou nedisponujú. Stabilita politického režimu ovplyvňuje atraktivnosť trhu z hľadiska bezpečnosti investícií a vývoja legislatívy.“*²⁶

Politické prostredie je priamo aj nepriamo ovplyvňované mnohými nadnárodnými organizáciami, ako napr. obchodné bloky (EÚ, ASEAN, NAFTA) či svetové organizácie ako

²⁴ SLÁVIK,Š. 2013. *Strategický manažment*. Bratislava : Vydavateľstvo SPRINT dva, 2013. 58 s. ISBN 978-80-89393-96-1

²⁵ SLÁVIK,Š. 2013. *Strategický manažment*. Bratislava : Vydavateľstvo SPRINT dva, 2013. 60 s. ISBN 978-80-89393-96-1

²⁶ BALÁŽ,P. a kol. 2010. *Medzinárodný obchod*. Bratislava : Vydavateľstvo SPRINT dva, 2010. 444 s. ISBN 978-80-89393-18-3

WTO a OSN.

Sociálne a kultúrne prostredie je akýmsi súborom rôznych spôsobov, modelov a vzorov správania pre jednotlivcov a skupiny. Vplyv sociálneho prostredia sa prejavuje najmä v zmene potrieb, vkusu a chutí spotrebiteľov. *„Sociálne prostredie je komplexom veľkého množstva rozmanitých prvkov, ktoré sú zdrojom príležitostí a hrozieb. Uvedomenie si zodpovednosti za vlastné zdravie ako dôsledok zdravotnej výchovy sa prejavuje v preferencií nízkoenergetických potravín, umelých sladidiel, nealkoholických nápojov, pestovania športu vo voľnom čase a podobne. Tento nový sociálny model predstavuje príležitosti pre podniky, ktoré ho včas postrehli. Na druhej strane obmedzovanie a zákazy používania alkoholu či protifajčiarske kampane predstavujú hrozby pre podniky liehovarníckeho či tabakového priemyslu, ak sa včas neprispôbia novým sociálnym trendom.“*²⁷

Kultúru môžeme zadefinovať pomocou teórie holandského profesora G. Hofstedeho. Na základe tejto teórie je kultúra vymedzená základnými dimenziami, a to vzťahom k autorite, mierou individualizmu a kolektivismu, koncepciou maskulinity a feminity, vzťahom k neistote, a krátkodobej či dlhodobej orientácie. Na základe analýzy danej kultúry pomocou týchto dimenzií je možné vytvoriť optimálnu stratégiu z hľadiska marketingového mixu.

Technologické prostredie je vymedzené rôznymi inštitúciami ziskového, ale aj neziskového charakteru. Dané inštitúcie sa zaoberajú vedecko-výskumnou činnosťou, podieľajú sa na vývoji nových materiálov, technológií, výrobných metód. Radíme sem rôzne výskumné ústavy v oblasti základného a aplikovaného výskumu, výskumno-vývojové základne, technologické parky atď., či inštitúcie na podporu transferu nových poznatkov a technológií.

Nové vedecké poznatky môžu byť zdrojom príležitostí, ale aj hrozieb pre jednotlivé podnikateľské subjekty. Skracujú životný cyklus výrobkov a technológií a nástup novej generácie technológií znamená zvyčajne koniec pre pôvodnú, ktorá sa stáva zastaranou. *„Vedecko-technické hrozby a príležitosti však nepredstavujú len prevratné objavy a vynálezy. Nachádzajú sa aj v procese postupného zdokonaľovania výrobných metód v čiastkových zdokonaleniach materiálov, konštrukcií, v netradičných aplikáciach, v difúzií do iných odvetví.“*²⁸

Demografické prostredie je tvorené štruktúrou obyvateľstva a zmenami v jeho

²⁷SLÁVIK, Š. 2013. *Strategický manažment*. Bratislava : Vydavateľstvo SPRINT dva, 2013. 59 s. ISBN 978-80-89393-96-1

²⁸SLÁVIK, Š. 2013. *Strategický manažment*. Bratislava : Vydavateľstvo SPRINT dva, 2013. 58 s. ISBN 978-80-89393-96-1

vekovej, sociálnej a ekonomickej skladbe. Demografia je vedná oblasť zaoberajúca sa štúdiom ľudskej populácie. Hlavnými demografickými faktormi môžeme považovať pôrodnosť a prírastok obyvateľstva, jeho úmrtnosť, počet obyvateľov v produktívnom veku vzdelanostnú úroveň, vekovú skladbu a zamestnanosť.

„Zmeny veľkosti a vekovej štruktúry populácie sú pre marketingových manažérov mimoriadne dôležité, pretože ovplyvňujú spotrebiteľskú základňu firmy v budúcnosti. Počet obyvateľov na konkrétnom trhu je jedným zo základných indikátorov veľkosti trhu a predstavuje potenciálny dopyt. Manažéri sledujú vývoj populácie v závislosti od marketingových záujmov. Napríklad vekové rozdelenie obyvateľstva a predpokladaná dĺžka života budú súvisieť s úrovňou vývoja trhu. Rast populácie v strednom veku bude napríklad zvyšovať kúpyschopnosť, starnutie populácie bude zväčšovať zákaznícku základňu farmaceutických spoločností.“²⁹

Demografické prostredie okrem zdroja spotrebiteľských skupín predstavuje aj zásobárenie pracovnej sily rôznej kvality a množstva.

Ekologické prostredie je charakterizované životným prostredím, ktoré jednotlivé podnikateľské subjekty svojou činnosťou ovplyvňujú a naopak. Prípady, kedy podnikateľské subjekty ovplyvňujú životné prostredie, sa týkajú rôznych priemyselných činností, a to najmä ťažobného, chemického, či drevárskeho priemyslu. Situácie kedy, životné prostredie ovplyvňuje podnikanie, sa týkajú najmä nepriaznivých dopadov počasia na poľnohospodárstvo, cestovných ruch atď.

Rozlišujeme formálne regulované vzťahy medzi podnikom a životným prostredím, medzi ktoré zaraďujeme zákony a predpisy a neformálne regulované, ktoré sú vyvíjané rôznymi ekologickými hnutiami.

Tak ako zvyšné sektory makroprostredia, aj ekologické prostredie predstavuje pre podnikateľské subjekty hrozby a príležitosti. Za hrozby môžeme považovať najmä schvaľovanie legislatívy, ktorá zavádza prísnejšie pravidlá ochrany životného prostredia, čo vedie podnikateľské subjekty k tomu, aby pri umiestňovaní svojich závodov uprednostňovali krajiny s liberálnejšou reguláciou znečisťovania. Naopak, dopyt po ekologicky čistých potravinách či výrobkoch, predstavuje príležitosť pre nový druh podnikania.

„Každý podnik je organickou súčasťou hospodárstva krajiny. Existuje rozvíja sa a upadá v interakcii s ekonomickými subjektmi, orgánmi a organizáciami, ktoré ho obklopujú a pôsobia na jeho rozhodovanie. Podmienkou úspešnosti finančného rozhodovania

²⁹ BALÁŽ, P. a kol. 2010. *Medzinárodný obchod*. Bratislava: Vydavateľstvo SPRINT dva, 2010. 447 s. ISBN 978-80-89393-18-3

*a podnikovej finančnej politiky ako celku je, aby finanční manažéri starostlivo sledovali stav a vývoj ekonomického prostredia, aby ho permanentne vyhodnocovali a zo získaných poznatkov vyvodzovali závery pre svoje konanie.*³⁰

1.2.2 Determinanty ovplyvňujúce finančnú a kapitálovú štruktúru podniku

V predchádzajúcej podkapitole sme definovali makroprostredie ako celok z externého prostredia podniku. Pre účely zisťovania a posudzovania vplyvov na finančnú a kapitálovú štruktúru sa zameriame prevažne na vnútroštátne ekonomické prostredie a jednotlivé determinanty daného prostredia. Vnútroštátne makroekonomické prostredie je ovplyvňované najmä pôsobením hospodárskej politiky v danom štáte, ale aj vývojom svetového hospodárstva.

Hospodárska politika štátu je akýmsi súhrnom cieľov, ktoré sú zo strany štátu želateľné a nástrojov na ich dosiahnutie. Za základné ciele hospodárskej politiky môžeme pohľadu viacerých teoretických prístupov považovať vysokú zamestnanosť, cenovú stabilitu, trvalo udržateľný ekonomický rast a rovnováhu platobnej bilancie.

*„Makroekonomická dynamická stabilita sa chápe ako rovnováha medzi agregátnym dopytom a ponukou pri súčasnej stabilite cenovej hladiny, vysokom stupni zamestnanosti, zahraničnej ekonomickej rovnováhe a primeranom a udržiavanom ekonomickom raste. Tieto ciele sú v určitej miere protikladné, a teda optimálne realizovanie celého súboru cieľov je veľmi ťažké, ak nie nemožné.*³¹

Medzi determinanty vnútroštátneho ekonomického prostredia, ktoré najviac vplývajú na finančnú a kapitálovú štruktúru podniku, zaraďujeme najmä:

- vývoj konjunktúry,
- vplyv verejných financií,
- stav meny a monetárnej politiky,
- mieru inflácie.

Vplyv vývoja konjunktúry je charakterizovaný najmä ukazovateľmi produkcie a zamestnanosti. Za základný ukazovateľ produkcie považujeme hrubý domáci produkt (HDP). Daný ukazovateľ zahŕňa tovary a služby vyprodukované v danom štáte za rok, ktoré

³⁰ KRÁĽOVIČ, J. - VLACHYNSKÝ, K. 2011. *Finančný manažment*. Bratislava : Iura Edition, 2011. 34 s. ISBN 978-80-8078-356-3.

³¹ LISÝ, J. a kol. 2007. *Ekonomía v novej ekonomike*. Bratislava : Iura Edition, 2007. 475 s. ISBN 978-80-8078-164-4.

sú vyjadrené v peňažných jednotkách. Ukazovateľ nezahŕňa medziprodukty, teda statky, ktoré sú určené na ďalšie spracovanie, alebo predaj. Zohľadňuje územný princíp. HDP predstavuje z hodnotového hľadiska trhovú hodnotu všetkých finálnych statkov a služieb na území danej krajiny. Na jeho výpočet môžeme použiť metódu produkčnú (tovarovú), dôchodkovú, resp. výdavkovú (spotrebnú). Je to najkomplexnejší ukazovateľ, ktorým môžeme merať výkonnosť ekonomiky toho ktorého štátu. Z hľadiska vplyvu na finančnú a kapitálovú štruktúru má rast HDP pozitívny vplyv na podnikateľské subjekty, zatiaľ čo pokles HDP má opačný vplyv.

Na základe výskumu, ktorý realizovali Kalusová L. a Fetisovová E. na Ekonomickej univerzite v Bratislave, dospeli k nasledovným záverom: *„Medzi zadlženosťou podnikov a HDP existuje pozitívny vzťah. V čase expanzie majú podniky tendenciu využívať cudzie zdroje financovania a zvyšovať ich podiel v štruktúre a naopak, v čase recesie sa podiel cudzích zdrojov financovania znižuje v prospech vlastných zdrojov. Silná pozitívna korelácia sa prejavila najmä vo vzťahu medzi krátkodobou zadlženosťou a vývojom HDP.“*³²

Opačný vývoj vo vzťahu medzi rastom HDP a financovaním cudzími zdrojmi môžeme vidieť u zahraničných podnikov.

Jednotlivé podnikateľské subjekty musia sledovať nielen celkový stav konjunktúry, ale najmä stav a vývoj v odvetví, v ktorom daný podnikateľský subjekt pôsobí.

*„Z údajov o vývoji konjunktúry musí viesť podnikový manažment vyťažiť rozhodujúcu informáciu: aký možno v budúcom období očakávať objem dopytu po produktoch podniku vcelku a v štruktúrnom členení a aký bude vývoj cien vstupov a výstupov. Od nich sa odvíja celý proces finančného plánovania, sú nim podmienené rozhodnutia o potrebe získavania dodatočných finančných zdrojov, o formách ich získavania, o alokácii finančných zdrojov do jednotlivých zložiek majetku a i.“*³³

Vplyv verejných financií môžeme sledovať na základe štátneho rozpočtu, ktorý na podnikateľské prostredie vplýva pomocou rôznych nástrojov ako napr. daní, dotácií a ciel či dôsledku prebytku, alebo schodku štátneho rozpočtu. Za najvplyvnejší faktor z danej oblasti môžeme považovať daňovú politiku štátu, ktorá sa dotýka všetkých subjektov v podnikateľskom prostredí. Dane sú hlavným zdrojom príjmov štátneho rozpočtu. *„Daň je povinná platba, ktorú jednotlivé subjekty odvádzajú do štátneho rozpočtu v stanovenej výške*

³² KALUSOVÁ, L. – FETISOVÁ, E. 2015. Determinanty finančnej štruktúry slovenských malých a stredných podnikov. In *Ekonomický Časopis*. ISSN 0013-3035, 2015, roč. 63, č. 3, s. 290-291

³³ KRÁĽOVIČ, J. - VLACHYNSKÝ, K. 2011. *Finančný manažment*. Bratislava : Iura Edition, 2011. 45 s. ISBN 978-80-8078-356-3.

a lehote.“³⁴

Rozlišujeme priame a nepriame dane. Medzi priame dane patria: daň z príjmu fyzických osôb a daň z príjmu právnických osôb. Nepriame dane sú zahrnuté v cene tovarov a služieb. Patria medzi ne napr. daň z pridanej hodnoty, či daň z obratu. Výška sadzieb nepriamych daní vplýva na štruktúru dopytu po rôznych tovaroch a službách, a tým ovplyvňuje objem predajov jednotlivých podnikateľských subjektov. Priame dane znižujú zisky podnikateľských subjektov, čo sa premieťa nepriamo do investičnej aktivity podnikateľskej jednotky. Dôležitý je fakt, či má daná ekonomika zavedené lineárne, či progresívne zdaňovanie.

Z hľadiska vplyvu makroprostredia na finančnú a kapitálovú štruktúru, priame dane zvýhodňujú úročený cudzí kapitál na základe úrokového daňového štítu, a to tým spôsobom, že úroky z úverov sú daňovo uznateľnou nákladovou položkou. *„Úroky z cudzieho kapitálu sú z daňového hľadiska zvýhodnené, pretože sa ako nákladová položka odpočítavajú zo zisku pred zdanením, čím znižujú daňový základ. Dividendy z akcií sa naopak odpočítavajú až zo zisku po zdanení, t.j. na rozdiel od úrokov sú na podnikovej úrovni zdanené.“*³⁵

*„Podľa trade-off teórie by mala firma, ktorá má vysokú sadzbu dane, mať vyšší podiel dlhu v kapitálovej štruktúre, aby mohla lepšie využiť výhody daňového štítu.“*³⁶

Stav meny a monetárnej politiky sledujeme z hľadiska vývoja kurzu domácej meny vo vzťahu k iným menám, resp. jej vymeniteľnosť za iné meny a pod monetárnou politikou rozumieme činnosť, pomocou ktorej sa reguluje množstvo peňazí v obehu. Inštitúcia, ktorá realizuje menovú politiku v štáte, je centrálna banka. Nástroje, pomocou ktorých reguluje množstvo peňazí v obehu, môžu byť operácie na voľnom trhu, úrokové sadzby centrálnej banky (diskontná a repo sadzba), stanovenie minimálnej miery povinných rezerv a intervencie na devízových trhoch. Z dlhodobého hľadiska je jej cieľom dosahovanie menovej stability. Z krátkodobého hľadiska môže presadzovať reštriktívnu, expanzívnu či neutrálnu monetárnu politiku.

Reštriktívna politika vedie k znižovaniu množstva peňazí v obehu a je zameraná na znižovanie agregátneho dopytu v ekonomike. Je nástrojom protiinflačnej politiky. Množstvo peňazí v obehu sa znižuje predajom štátnych cenných papierov na kapitálovom trhu, kde si

³⁴ LISÝ, J. a kol. 2007. *Ekonomía v novej ekonomike*. Bratislava : Iura Edition, 2007. 486 s. ISBN 978-80-8078-164-4.

³⁵ SIVÁK, R. - MIKÓCZIOVÁ, J. 2006. *Teória a politika kapitálovej štruktúry podnikateľských subjektov*, 1. vydanie Bratislava : SPRINT - v.fra, 2006. 42 s. ISBN 80-89085-63-6.

³⁶ HRABOVSKÁ, Z. 2007. Analýza vplyvu vybraných determinantov kapitálovej štruktúry na vzorke malých a stredných podnikov v Slovenskej republike. In *Acta academica karviniensia*. ISSN 1212-415C, 2007, č. 1, s. 62

ich môžu kúpiť komerčné banky alebo iné inštitúcie. Taktiež pomocou zvyšovania diskontnej sadzby centrálna banka odradí obchodné banky od požičiavania peňazí, čo následne vedie k poklesu ponuky peňazí a rastu úrokových sadzieb. Úvery sa stávajú drahšími aj pre podnikateľské subjekty, na druhej strane z vyšších úrokov vyplýva vyššia výhoda úrokového daňového štítu. *„Negatívnym dôsledkom vysokých úrokových mier je extrémne nízka, a často až záporná rentabilita vlastného kapitálu. Vysoké úrokové sadzby vedú v kombinácii s nízkou, resp. zápornou výnosnosťou aktív podniku k zápornej finančnej páke.“*³⁷

Expanzívna monetárna politika sa dosahuje opačnými opatreniami, a teda predajom štátnych cenných papierov na kapitálovom trhu, resp. znižovaním diskontných sadzieb. Expanzívna politika vedie k dostupnejším úverom pre podnikateľské subjekty, čo následne pozitívne vplýva na ich finančnú aktivitu, a to vedie k rastu HDP.

*„Hospodárska politika a jej vplyv na podnikateľskú sféru je tým efektívnejší, čím užšia koordinácia medzi fiškálnou a menovou politikou sa v štáte dosiahne.“*³⁸

Vplyv inflácie sa z hľadiska makroprostredia premieta do všetkých sfér ekonomického prostredia. Inflácia je jav, ktorý je charakteristický dlhodobým rastom cenovej hladiny tovarov a služieb, respektíve trvalým znižovaním kúpnej sily peňažných prostriedkov.

*„Z makroekonomického hľadiska je dôležité, aké sú celkové zmeny cien. Celková úroveň cien tovarov a služieb, ktoré sa v národnom hospodárstve predávajú a nakupujú, označujeme pojmom cenová hladina. Potom hovoríme o vzostupoch cien jedných tovarov, ktoré sú kompenzované cenami druhých tovarov, alebo, že cenová hladina vykazuje vzostup, prípadne pokles.“*³⁹

Pri skúmaní inflácie a jej vplyvu na finančnú a kapitálovú štruktúru je potrebné identifikovať nasledovné skutočnosti:

- príčiny, ktoré spôsobujú infláciu,
- tempo rastu inflácie,
- pôsobenie inflácie na ekonomické subjekty.

Príčiny, ktoré viedli k vzniku inflácie, môžu byť rozličné. Z hľadiska druhov inflácie rozlišujeme dopytovú (inflácia ťahaná dopytom) a nákladovú (nákladmi tlačená inflácia).

V prípade dopytovej inflácie dochádza k vzniku inflácie tlakom na zvýšenie

³⁷ POLAVKOVÁ, J. 2000. Faktory pôsobiace na mieru zadlženosti slovenských podnikov. In *Ekonomický časopis*. ISSN 0013-3035, 2000, roč. 48, č. 3, s. 355

³⁸ KRÁĽOVIČ, J. - VLACHYNSKÝ, K. 2011. *Finančný manažment*. Bratislava : Iura Edition, 2011. 51 s. ISBN 978-80-8078-356-3.

³⁹ LISÝ, J. a kol. 2007. *Ekonomía v novej ekonomike*. Bratislava : Iura Edition, 2007. 450 s. ISBN 978-80-8078-164-4.

niektorých zložiek agregátneho dopytu ako napr. zvýšením výdavkov na spotrebu, investície, vládne výdavky a čistý export. Samotné zvýšenie zložiek agregátnych výdavkov ešte nevedie k vzniku inflácie. K tej dochádza vtedy, keď centrálna banka zvýši peňažnú zásobu, teda akomoduje inflačný impulz. Jednotlivé trhové subjekty chcú spotrebovať viac, ako je daná ekonomika schopná vyprodukovať, čo následne vedie k rastu cenovej hladiny. Takúto infláciu preto označujeme dopytom ťahaná inflácia.

Nákladová inflácia je vyvolaná rastom cien vstupov. Rast cien výrobných faktorov je inflačným impulzom nákladovej inflácie. Podobne ako dopytová inflácia, aj nákladová inflácia vzniká až v okamihu, keď centrálna banka reaguje na finančný impulz zvýšením ponuky peňazí v obehu.

„Pôsobenie inflácie vyvoláva viaceré tendencie, ktoré nepriamo vplyvajú aj na finančnú štruktúru. Čím je miera inflácie väčšia, tým sú tieto tendencie zreteľnejšie, ich váha sa zvyšuje.“⁴⁰

Inflácia sa premieta do cenovej hladiny v ekonomike štátu, a preto pôsobí aj na finančnú štruktúru jednotlivých podnikateľských subjektov. Zvyšuje nominálnu úrokovú sadzbu, ktorá pôsobí negatívne na využívanie cudzích zdrojov, pretože zvyšuje sumu platených úrokov, ale zároveň vplýva pozitívne na dosiahnutý výsledok hospodárenia, kvôli znižovaniu daňového základu. Vyššie úverové zaťaženie sa tým stáva výhodným. Obdobne inflácia zvyhodňuje dlžníkov a znevýhodňuje veriteľov z dôvodu, že dlžníci splácajú nominálnu výšku dlžoby znehodnocujúcimi sa peniazmi. Podnikateľské subjekty majú preto tendenciu sa zadlžovať a veritelia sa zdráhajú požičať. *„Inflácia vedie k zvyšovaniu rozdielov medzi obstarávacou cenou dlhodobého majetku a jeho reprodukčnou cenou. Tento fakt pôsobí na podnikateľské subjekty negatívne, pretože sa tým zvyšuje daňový základ a je potrebné vytvárať dodatočné zdroje pre obnovu dlhodobého majetku. Inflácia znehodnocuje aktíva finančného charakteru, teda pohotovú peňažnú prostriedky a pohľadávky a naopak sa zhodnocujú vecné aktíva, teda dlhodobý hmotný majetok, najmä nehnuteľnosti. Na strane pasív sa znehodnocujú záväzky, a to vedie k zmene štruktúry aktív a pasív.“⁴¹*

„Daň odčerpáva z podnikov aj časť zdrojov určených na jednoduchú reprodukciu. Odpisy dlhodobého hmotného majetku sa vykonávajú zo vstupných cien, ktoré sa po celú životnosť nemenia. Počas životnosti tohto majetku tak umožňujú sústrediť zdroje zodpovedajúce pôvodnej vstupnej cene príslušného majetku. Pod vplyvom inflácie je však

⁴⁰ VLACHYNSKÝ, K. a kol. 2009. *Podnikové financie*. Bratislava : Iura Edition, 2009. 102 s. ISBN 978-80-8078-258-0.

⁴¹ VLACHYNSKÝ, K. a kol. 2009. *Podnikové financie*. Bratislava : Iura Edition, 2009. 97 s. ISBN 978-80-8078-258-0.

*cena obdobnej zložky majetku pri jeho obnove vyššia. Pri tomto spôsobe odpisovania sú náklady pod vplyvom odpisov podhodnotené a v dôsledku toho nadhodnotený zisk je základom pre odvod dane z príjmov.*⁴²

⁴² KRÁĽOVIČ, J. - VLACHYNSKÝ, K. 2011. *Finančný manažment*. Bratislava : Iura Edition, 2011. 52 s. ISBN 978-80-8078-356-3.

2 Cieľ práce

Hlavným cieľom diplomovej práce je podať komplexný pohľad na vplyv externého prostredia na finančnú štruktúru podniku, konkrétne ekonomického prostredia z makroprostredia. Na základe vybraných determinantov z ekonomického prostredia analyzovať vplyv týchto determinantov na finančnú a kapitálovú štruktúru vybraného podniku, a to konkrétne spoločnosti HB REAVIS Management spol. s.r.o.

Pre dosiahnutie stanoveného cieľa je potrebné splniť čiastkové ciele práce:

- Vymedziť podstatu a význam finančnej a kapitálovej štruktúry a makroprostredia.
- Charakterizovať vybrané determinanty ekonomického makroprostredia, ktoré ovplyvňujú kapitálovú štruktúru podniku.
- Analyzovať vývoj jednotlivých vybraných ukazovateľov ekonomického makroprostredia v rokoch 2004 až 2014.
- Analyzovať a posúdiť a kapitálovú štruktúru spoločnosti HB Reavis Management spol. s.r.o
- Analyzovať a posúdiť rentabilitu aktív spoločnosti . HB Reavis Management spol. s.r.o.
- Skúmať závislosť medzi jednotlivými ukazovateľmi zadlženosti a vybranými determinantmi ekonomického makroprostredia.
- Aplikovať vedomosti o vplyve ukazovateľov ekonomického makroprostredia získané z teoretickej časti diplomovej práce na kapitálovú štruktúru spoločnosti HB Reavis Management spol. s.r.o.

3 Metodika práce a metody skúmania

3.1 Charakteristika objektu skúmania

Spoločnosť HB REAVIS je medzinárodná developerská skupina, ktorá bola založená v roku 1994 v Bratislave. Spoločnosť počas histórie viackrát zmenila sídlo spoločnosti. V súčasnosti sídli na Karadžičovej 12 v Bratislave. Majoritným vlastníkom je právnická osoba HB REAVIS GROUP B.V. so sídlom v Amsterdame, Holandsku

Spoločnosť patrí medzi najvýznamnejších developerov na Slovensku a zameriava sa na segment kancelárskych, obchodných a logistických nehnuteľností. Pôsobí na trhoch v strednej a východnej Európe. Spoločnosť však expanduje aj napr. do Turecka či spojeného kráľovstva, kde sa realizovala projektom 33 Central v Londýne, ktorá leží len niekoľko desiatok metrov od Temže vo finančnej štvrti City. Jedná sa o deväťpodlažný objekt s vyše 21-tisíc m² prenajímateľných plôch. Okrem 33 Central sa HB REAVIS realizovali v Spojenom kráľovstve aj projektom na 20 Farrington Street taktiež v Londýne.

Spoločnosť sa na Slovensku dostala do povedomia najmä vďaka výstavbe obchodných domov Aupark, kancelárskych budov CBC, Aupark Tower, Apollo BC, či najnovšie Twin City v širšom centre Bratislavy na Karadžičovej 12. V súčasnosti plánuje na Slovensku realizovať projekt Nivy Mall & Bus Station, ktorým by sa mali zapríčiniť o rekonštrukciu autobusovej stanice Mlynské nivy, vrátane výstavby obchodného domu.

Spoločnosť definuje svoju stratégiu ako integrovaný obchodný model, ktorý zahŕňa development, výstavbu, správu majetku a investičný manažment. V súčasnosti realizované projekty majú plochu vyše 864 tisíc m², pričom 65% tvoria kancelárske priestory, 20% tvoria logistické centrá a 15% obchodné domy. S celkovými aktívami vo výške 1,83 miliardy EUR a čistou hodnotou 1,024 miliardy EUR, vyše 460 odbornými pracovníkmi v šiestich krajinách Európy, patrí spoločnosť HB REAVIS medzi lídrov na trhu s komerčnými nehnuteľnosťami.

3.2 Metodika práce a metody skúmania

Spracovanie diplomovej práce sa uskutočnilo v dvoch navzájom nadväzujúcich fázach. V prvej časti sme sa sústredili na zber informácií týkajúcich sa objektu skúmania, teda definície kapitálovej štruktúry, makroprostredia, determinantov ekonomického makroprostredia a ich následné triedenie. Informácie sme získali najmä z publikačných činností domácich a zahraničných autorov, ale aj článkov z odborných časopisov. V druhej fáze interpretujeme získané poznatky a vypracujeme diplomovú prácu.

V prvej kapitole s názvom „Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí“ sa zameriame na teoretické vymedzenie kapitálovej štruktúry a makroprostredia. Podstatný priestor venujeme aj jednotlivým determinantom ekonomického makroprostredia, ktoré vplyvajú na finančnú a kapitálovú štruktúru podnikov vo všeobecnosti. Vplyv vybraných determinantov vyjadrujeme na konkrétnom príklade kapitálovej štruktúry vybranej spoločnosti, a to HB Reavis Management spol. s.r.o

Za účelom spracovania danej problematiky sme v diplomovej práci aplikovali viaceré metódy skúmania, ktoré sú v súlade so stanoveným hlavným cieľom a čiastkovými cieľmi práce.

Hlavnými vedeckými metódami pri vypracovaní diplomovej práce boli metódy analýzy a syntézy. Jedná sa o všeobecne akceptované vedecké metódy, ktoré je možné aplikovať vo všetkých etapách a stupňoch riešenia vedeckej úlohy.

Metóda analýzy spočíva v rozklade celku na jednotlivé časti za účelom komplexného poznania skúmanej problematiky. Daná metóda je aplikovateľná ako v teoretickej, tak aj praktickej časti.

Metóda syntézy je opačnou metódou k metóde analýzy. Od jednotlivých prvkov postupujeme k celku, a to nám umožňuje spoznať súvislosti a zároveň reprodukovať skúmanú problematiku s jej podstatnými znakmi. Pri vypracovaní diplomovej práce nám táto metóda pomohla pri zjednotení získaných poznatkov z odbornej literatúry, a dospieť tak k výsledkom.

Metóda abstrakcie je opustenie, vylúčenie, odhliadnutie či redukovanie jednotlivých vlastností a súvislostí, ktoré komplikujú preniknutie do skúmanej problematiky. Danú metódu sme aplikovali prevažne v prvej fáze spracovania diplomovej práce, kedy bolo potrebné z veľkého množstva informácií postupne vyberať tie, ktoré súvisia so stanovenými hlavným cieľom a čiastkovými cieľmi diplomovej práce.

Metódu komparácie sme využili najmä pri porovnávaní jednotlivých teórií optimalizácie kapitálovej štruktúry, kde porovnávame náklady na získanie kapitálu a podiel cudzieho kapitálu a pohľad rôznych autorov na danú problematiku. Okrem iného sme túto metódu využili aj pri identifikácii jednotlivých súčastí makroprostredia podniku. Za účelom presnejších výsledkov sme skúmané prvky porovnávali nielen na základe zhodnosti, ale aj tým, čím sa navzájom líšia.

Metódu regresnej analýzy sme zvolili pri výskume vzťahu medzi zadlženosťou spoločnosti HB Reavis Management spol, s.r.o. a determinantami makroprostredia

V regresnej analýze vystupujú závislé a nezávislé premenné. Závislými premennými sú ukazovatele zadlženosti. Z hľadiska kapitálovej štruktúry sme sa rozhodli skúmať celkovú a dlhodobú zadlženosť podniku. Ako nezávislé premenné, ktorých vplyv sme skúmali sme určili vývoj konjunktúry a jej výstup ako percentuálny medziročný rast HDP v stálych cenách a dane, ktorých výstup je určený sadzbou dane z príjmov právnických osôb v jednotlivých rokoch. Vzťah medzi sadzbou dane z príjmov právnických osôb a finančnej a kapitálovej štruktúry, má už po prvotnej logickej úvahe nepriamo úmerný vzťah. Čím vyššia je daňová sadzba, o to viac je nižší výsledok hospodárenia po zdanení, čo následne vstupuje do vlastného imania spoločnosti a naopak. Pre účely výskumu a vzhľadom na trhový podiel spoločnosti však považujeme za nevyhnutné určiť veľkosť tohto vplyvu. Zvolenú metódu výskumu sme realizovali prostredníctvom Excelu.

4 Výsledky práce a diskusia

4.1 Vývoj ekonomického makroprostredia v rokoch 2004 až 2014

Roky 2004 až 2014 boli charakteristické mnohými turbulentnými udalosťami, ktoré mali vplyv na výkon národného hospodárstva, či profitability súkromného sektoru. V roku 2004 sme boli svedkami zavedenia daňovej reformy, ktorá mala za následok vznik rovnej dane na Slovensku v sadzbe 19 % .

V rámci vyspelých krajín OECD bolo Slovensko prvou krajinou, ktorá zaviedla rovnú daň. Obdobie od zavedenia 19% dane bolo charakteristické prílevom zahraničného kapitálu na Slovensko. Okrem iných to boli najmä spoločnosti automobilového priemyslu Kia v Žiline, PSA Peugeot Citroen v Trnave, či Samsung v Galante.

V roku 2008 nastala svetová hospodárska kríza, ktorá sa prejavila stagnáciou a následne poklesom HDP na Slovensku. Okrem týchto skutočností ovplyvnila makroprostredie aj zmena meny. Od 1.1.2009 bola na Slovensku zavedená mena euro, čím sme definitívne zavŕšili proces integrácie hospodárstva do Európskej únie.

Všetky tieto udalosti sa významnou mierou podieľali na rozvoji, resp. úpadku podnikateľského prostredia na Slovensku. V rámci ďalšej časti diplomovej práce sa budeme zaoberať najmä analýzou a vplyvom makroekonomických ukazovateľov na finančnú a kapitálovú štruktúru spoločnosti HB REAVI Management spol, s.r.o. Analyzovať budeme vplyv najmä vplyv vývoja konjunktúry a daní.

4.1.1 *Vývoj daní z príjmov právnických osôb na Slovensku v rokoch 2004 až 2014*

Vláda SR schválila 5. júna 2003 návrh koncepcie daňovej reformy v rokoch 2004 až 2006, ktorú pripravilo Ministerstvo financií SR. Cieľom tejto reformy bola z hľadiska súkromného sektora vyššia motivácia investovať a vytvárať tak pracovné miesta.

Výsledkom daňovej reformy bolo zavedenie rovnej dane, ktoré spočívalo v jednotnom zdanení príjmov fyzických i právnických osôb, a to jednotnou lineárnou sadzbou dane vo výške 19%. Táto sadzba sa uplatňovala od 1.1.2004. Predtým existovali na Slovensku tri sadzby dane z príjmov právnických osôb, a to základná na úrovni 25% a znížené na úrovni 15 % , resp. 18 %.

V oblasti nepriamych daní mala reforma za následok zrušenie základnej a zníženej sadzby DPH a zaviedla sa jednotná sadzba dane z pridanej hodnoty za všetky tovary a služby na úrovni 19%. Zvýšená jednotná sadzba DPH na úrovni 20% bola platná od 1.1.2011.

4. decembra 2012 prijala vláda SR rozsiahlu novelu zákona č. 595/3003 Z.z. o dani z príjmov. Na základe tejto novely sa od 1. januára 2013 uplatňovala daň z príjmov právnických osôb vo výške 23%. Zisky firiem za rok 2012 sa ešte zdaňovali sadzbou 19%.⁴³

V roku 2013 bol zákon o dani z príjmov opätovne novelizovaný, čo malo za následok pokles dani z príjmov právnických osôb o jednu percentuálnu hodnotu. Nová sadzba platná od 1. januára 2014 činila 22%.⁴⁴ Zároveň však bola od roku 2014 zavedená minimálna daň príjmov vo forme daňovej licencie. Daňová licencia má formu pevne stanovenej hodnoty, ktorú musí firma uhradiť v závislosti od výšky ročného obratu a toho, či je resp. nie je platiteľom DPH. Firma s ročným obratom do 500 000 €, ktorá nie je platiteľom DPH musí uhradiť minimálnu výšku dane z príjmov na úrovni 480 €. Podobná spoločnosť, ktorá je však platiteľom DPH musí uhradiť daň vo výške 960 € a spoločnosti s obratom viac ako 500 000 € majú minimálnu výšku dane z príjmov stanovenú na úrovni 2 880 €.⁴⁵

4.1.2 Vývoj úrokových sadzieb na Slovensku v rokoch 2004 až 2014

V rámci obdobia medzi rokmi 2004 až 2014 sa na Slovensku používali dve rozličné meny. Ako sme uviedli v kapitole *Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí* inštitúciou, ktorá realizuje menovú politiku v štáte, je centrálna banka. Na Slovensku je touto inštitúciou Národná banka Slovenska, ktorá vznikla 1. januára 1993 na základe zákona č. 566/1992 Z.z. o Národnej banke Slovenska.

Úlohu regulátora monetárnej politiky vykonávala do 1. januára 2009, kedy sa zaviedla nová mena Euro a Národná banka Slovenska sa stala súčasťou Eurosystemu, ktorý spoločne s centrálnymi bankami zvyšných členských štátov eurozóny tvorí systém centrálného bankovníctva eurozóny. Od tohto obdobia sa podieľa na spoločnej menovej politike, ktorú určuje Európska centrálna banka. V súvislosti s tým sa menili aj hodnoty referenčných úrokových sadzieb, ktoré boli prispôsobené novej monetárnej politike a Európskej centrálnej banke.

Z vyššie uvedených dôvodov je nevyhnutné analyzovať vývoj úrokových sadzieb nie ako celok, ale v dvoch rozličných obdobiach, počas ktorých sa na Slovensku používali rôzne

⁴³ SITA. 2012. *Smer pochoval rovnú daň* In *Electronic Journal of Trend* [online]. 2012. [cit. 2016-03-03]. Dostupné na internete: <<http://www.etrend.sk/ekonomika/smer-pochoval-rovnu-dan.html>>. ISSN 1336-2674.

⁴⁴ SITA. 2014. *Firmám sa znižuje daň z 23 na 22 percent* In *Electronic Journal of Pravda* [online]. 2014. [cit. 2016-03-03]. Dostupné na internete: <<http://profesia.pravda.sk/zivnost/clanok/304031-firmam-sa-znizuje-dan-z-23-na-22-percent/>>. ISSN 1335-4050.

⁴⁵ SOLÍK, J. 2014. *Daňové licencie pre právnické osoby* In *www.podnikajte.sk* [online]. 2014. [cit. 2016-03-03]. Dostupné na internete: <<https://www.podnikajte.sk/dane-a-uctovnictvo/c/1193/category/dan-z-prijmov/article/danove-licencie-2014.xhtml>>.

meny. K analýze vývoja úrokových sadzieb pristúpime v časových radoch od roku 2004 až po rok 2008 a následne medzi rokmi 2009 až 2014.

Vývoj úrokových sadzieb v rokoch 2004 až 2008 bol charakteristický intervenciami zo strany Národnej banky Slovenska, pomocou ktorých centrálna banka regulovala množstvo peňazí v obehu. Jednotlivé úrokové sadzby v komerčných bankách sa odvíjali od referenčnej úrokovej sadzby, ktorú vyhlasovala Národná banka Slovenska. Toto právo si NBS udržala do 31. decembra 2008, kedy sa na Slovensku využívala ako mena Slovenská koruna. Vývoj jednotlivých úrokových sadzieb môžeme vidieť v tabuľke nižšie.

Tabuľka č.2 Vývoj základnej úrokovej sadzby NBS v rokoch 2004 až 2008 v %

Platnosť Od	Do	Základná úroková sadzba NBS (p.a.)	Limitná úroková sadzba NBS pre dvojtypy REPO tendre (p. a.)
10.12.2008	31.12.2008	2,50	2,50
12.11.2008	09.12.2008	3,25	3,25
29.10.2008	11.11.2008	3,75	3,75
25.04.2007	28.10.2008	4,25	4,25
28.03.2007	24.04.2007	4,50	4,50
27.09.2006	27.03.2007	4,75	4,75
26.07.2006	26.09.2006	4,50	4,50
31.05.2006	25.07.2006	4,00	4,00
01.03.2006	30.05.2006	3,50	3,50
01.03.2005	28.02.2006	3,00	3,00
29.11.2004	28.2.2005	4,00	4,00
01.07.2004	28.11.2004	4,50	4,50
29.04.2004	30.06.2004	5,00	5,00
29.03.2004	28.04.2004	5,50	5,50
22.12.2003	28.03.2004	6,00	6,00

Zdroj: vlastné spracovanie na základe údajov z www.nbs.sk

Z danej tabuľky môžeme konštatovať, že v rámci rokov 2004 až 2008 mali úrokové miery klesajúcu tendenciu. Od začiatku roka 2004 po koniec roka 2008 klesli ako základná úroková sadzba, tak aj REPO sadzba o 3,5 %. Tento pokles v priemere o 1,5% ročne môžeme pripísať najmä vzostupnej tendencii národnej ekonomiky. Zaujímavý je nárast úrokových sadzieb v roku 2006 medziročne o 1,75%.

„Výkon menovej politiky bol počas celého roka 2006 zameraný na dosiahnutie strednodobých inflačných cieľov a plnenie maastrichtského kritéria inflácie. Zrýchľujúca sa dynamika rastu HDP a s tým súvisiaci nárast produkcie, tržieb i produktivity práce indikoval podmienky pre rýchlejší rast miezd a pre vznik inflačných tlakov. Zároveň pôsobili proinflačne aj zvyšujúce sa ceny ropy, rastúce regulované ceny a ceny tovarov. Z dôvodu

*identifikovaných inflačných rizík pristúpila NBS v priebehu roka 2006 k sprísneniu menovej politiky prostredníctvom úrokových sadzieb.*⁴⁶

Pozícia Národnej banky Slovenska, v súvislosti so stanovením základnej úrokovej sadzby, prešla od 1. januára 2009 zavedením eura v Slovenskej republike na Európsku centrálnu banku.

Vývoj úrokových sadzieb od roku 2009 až do roku 2014 a v súčasnosti je závislá od politiky Európskej centrálnej banky. Je jednou z najvýznamnejších centrálnych bánk sveta a je zodpovedná za menovú politiku v eurozóne od roku 1999, kedy prebrala zodpovednosť od národných centrálnych bánk vtedajších jedenástich členov eurozóny. Je zároveň jedinou zodpovednou inštitúciou za emisiu bankoviek, resp. bankových rezerv. Z jej monopolného postavenia vyplýva, že ovplyvňuje podmienky, za ktorých sa obchoduje na medzibankovom trhu.

Základný cieľ menovej politiky ECB je definovaný v zakladajúcej zmluve Európskeho spoločenstva. Táto zmluva stanovuje ako primárny cieľ udržiavanie cenovej stability, ktorá má prispieť k vytváraniu podmienok na vyššiu zamestnanosť a udržateľný rast ekonomiky v strednodobom horizonte. V kvantitatívnom vyjadrení je cenová stabilita definovaná ako *„medziročný rast harmonizovaného indexu spotrebiteľských cien (HICP) v eurozóne pod 2%. Rada guvernérov ďalej upresňuje, že jej cieľom je udržať miery inflácie pod, avšak v blízkosti 2% v strednodobom horizonte*“⁴⁷

K naplneniu stanovených cieľov využíva ECB štandardné mechanizmy nástrojov menovej politiky ako operácie na voľnom trhu, automatické operácie a povinné minimálne rezervy. Proces ako sa stanovením úrokových sadzieb snaží ECB dosiahnuť cenovú stabilitu je zobrazený na obrázku č. 1.

⁴⁶ NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA. 2006. *Výročná správa 2006*. In *Electronic Annual report of Slovak central bank* [online]. 2006. [cit. 2016-03-17]. Dostupné na internete: <<https://www.nbs.sk/img/Documents/MPOL%5C2006.PDF>>. ISBN 978-80-8043-113-6.

⁴⁷ NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA. 2009. *Výročná správa 2009*. In *Electronic Annual report of Slovak central bank* [online]. 2009. [cit. 2016-03-17]. Dostupné na internete: <<https://www.nbs.sk/sk/menova-politika/menova-politika.ecb-od-roku-2009>>. ISBN 978-80-8043-154-9.

Obr. č.1: Ilustrácia transmisného mechanizmu od úrokových mier do cien



Zdroj: www.nbs.sk

Poznáme tri základné sadzby ECB:

- hlavné refinančné operácie,
- jednoduchové refinančné operácie,
- jednoduchové sterilizačné operácie.

Hlavné refinančné operácie, ktoré na základe zákona č. 659/2007 Z.z. o zavedení meny euro považujeme za základnú úrokovú sadzbu ECB. Uskutočňujú sa týždenne a majú dvojtýždňovú splatnosť.

Jednoduchové refinančné operácie predstavujú hornú hranicu jednoduchovej trhovej úrokovej sadzby a slúži ako možnosť získať jednoduchovú likviditu od Eurosystemu.

Jednoduchové sterilizačné operácie predstavujú dolnú hranicu jednoduchovej trhovej úrokovej sadzby a slúžia pre alokáciu nadbytočnej likvidity na jeden deň v Eurosysteme.

Vývoj jednotlivých sadzieb od prijatia eura na Slovensku si ukážeme na tabuľke č. 3.

Tabuľka č.3 Vývoj základnej úrokovej sadzby ECB v rokoch 2009 až 2014 v %

Platné od	Hlavné refinančné operácie	Jednodňové refinančné operácie	Jednodňové sterilizačné operácie
10.09.2014	0,05	0,30	-0,20
11.06.2014	0,15	0,40	-0,10
13.11.2013	0,25	0,75	0,00
08.05.2013	0,50	1,00	0,00
11.07.2012	0,75	1,50	0,00
14.12.2011	1,00	1,75	0,25
09.11.2011	1,25	2,00	0,50
13.07.2011	1,50	2,25	0,75
13.04.2011	1,25	2,00	0,50
13.05.2009	1,00	1,75	0,25
08.04.2009	1,25	2,25	0,25
11.03.2009	1,50	2,50	0,50
21.01.2009	2,00	3,00	1,00
01.01.2009	3,00	2,50	2,00

Zdroj: vlastné spracovanie na základe údajov z www.nbs.sk

Podobne ako v prípade vývoja úrokových sadzieb v rokoch 2004 až 2008 môžeme konštatovať, že aj vývoj úrokových sadzieb po prijatí eura až na krátky úsek v roku 2011 má klesajúci charakter. Súvisí to s hospodárskou krízou v roku 2008, ktorá sa zo Spojených štátov amerických preniesla do väčšiny sveta. Ekonomika EU stagnovala, až napokon nastal downturn. Opatrenia ECB na cyklickosť ekonomiky boli jednoznačné ako môžeme vidieť na charaktere hlavnej refinančnej operácie, ktorá od polovice roku 2009, kedy bola nastavená na hodnote 1 %, permanentne klesala. Krátkodobé navýšenie úrokových mier v roku 2011 súviselo s protiinflačnými opatreniami. Koncom tohto obdobia po októbrovom zasadnutí ECB v roku 2014 predstavil guvernér ECB Mario Draghi okrem konvenčných nástrojov monetárnej politiky aj nové programy na podporu ekonomiky. Jednalo sa najmä o ABSPP (Asset-backed Securities Purchase Program) a CBPP3 (Covered Bond Purchase Programme). V prvom prípade sa jedná o nákup portfólia cenných papierov z nefinančného sektora a v druhom prípade plánoval Eurosystém skupovať kryté dlhopisy denominované v eurách.

Z hľadiska podpory likvidity bol predstavený program TLRTO (targeted long-term refinancing operations), ktorý umožňoval bankám požičať si prostriedky za výhodnejšie ako na medzibankovom trhu, a to za fixnú úrokovú sadzbu na úrovni 0,15%.⁴⁸

Od roku 2014 eurozóna naďalej bojuje s nízkou infláciou a hrozbou deflácie. V súčasnosti hlavná refinančná operácia, platná od 16. marca 2016, je dokonca na úrovni 0,00%, pričom jednodňové sterilizačné opatrenia dosahujú od 11. júna 2014 záporné hodnoty

⁴⁸ KLENOVSKÝ, M. 2014. Draghi konečne predstavil svetu európske finančné injekcie In *Electronic Journal of Trend* [online]. 2014. [cit. 2016-04-17]. Dostupné na internete: <<http://blog.etrend.sk/matej-klenovsky/draghi-konecne-predstavil-svetu-eurpske-finance.injekcie.html>>. ISSN 1336-2674.

a v súčasnosti platná sadzba je na úrovni -0,40 %.

Za takejto situácie sú vklady nevýhodné a ECB sa tak snaží motivovať k tomu, aby bola vyššia spotreba a viac peňazí v obehu. 22. januára 2015 schválila rada guvernérov ECB kvantitatívne uvoľňovanie vo výške 1,1 bilióna EUR, ktoré malo trvať od marca 2015 minimálne do septembra 2016.

4.1.3 Vývoj HDP na Slovensku v rokoch 2004 až 2014

Hrubý domáci produkt (ďalej len HDP), resp. vývoj konjunktúry, je najvýznamnejším makroekonomickým ukazovateľom. Ako sme načrtli v podkapitole „*Determinanty ovplyvňujúce finančnú a kapitálovú štruktúru podniku*“ HDP vyjadruje súčet hodnôt všetkých tovarov a služieb, ktoré boli vyrobené na území Slovenska, vrátane zahraničných firiem pôsobiacich na Slovensku. HDP sa obvykle uvádza v bežných cenách v danom roku. Pre účely lepšej vypovedateľnosti výsledkov pristúpime k analýze zmien HDP v jednotlivých rokoch spôsobom, že budeme HDP vyjadrovať prepočítaný v stálych cenách očistených o vplyv rastu cien.⁴⁹

V roku 2008 vypukla svetová hospodárska kríza, ktorá mala dosah aj na ekonomiku Slovenska. Vývoj HDP v stálych cenách v rokoch 2004 až 2014 budeme preto analyzovať v dvoch častiach, a to predkrízovom a pokrízovom období.

Vývoj HDP v predkrízovom období v rokoch 2004 až 2009 je charakteristický mnohými zmenami. V rokoch 2004 až 2006 bolo zavedených množstvo reforiem prispievajúcich priamo či nepriamo k tomu, že sa Slovensko stalo jednou z najrýchlejšie rastúcich ekonomík v rámci Európy. Medzi tieto reformy patrili daňová reforma, dôchodková reforma a novela Zákonníka práce, ktoré sa podieľali na zatraktívnení podnikateľského prostredia.

Dané reformy sa odzrkadlili aj v príchode zahraničných investorov najmä z automobilového priemyslu, ktoré sa stali najvýraznejšou zložkou ekonomiky Slovenska. Medzi prvé veľké zahraničné investície v danom období patrí najmä juhokórejská automobilka Kia Motors. Vláda podporila projekt v súlade s platným zákonom o štátnej pomoci vo výške 139,4 milióna EUR.

⁴⁹ Z dôvodu, že sa v rámci rokov 2004 až 2014 používali na Slovensku dve rozličné meny, budeme pre jednotnosť analyzovaných skutočností vyjadrovať HDP v slovenských korunách prepočítané konverzným kurzom slovenskej koruny voči euru, ktorý bol po dohode európskych ministrov financií v Bruseli dňa 8. júla 2008 stanovený na 30,1260 SKK/EUR.

Tabuľka č. 4: Vývoj HDP v rokoch 2004 až 2009 počítaný výdavkovou metódou v stálych cenách

Ukazovateľ/rok	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Hrubý domáci produkt (v mil. EUR)	50 201,9	53 413,4	57 945,8	64 223,9	67 854,3	64 128,2
Index (v %)	105,3	106,4	108,5	110,8	105,7	94,5
Výdavky na konečnú spotrebu	40 426,1	42 716,4	45 623,5	48 232,8	51 218,2	51 743,0
Tvorba hrubého kapitálu	13 589,9	15 684,4	16 657,5	18 227,4	19 286,6	14 654,0
Vývoz	32 688,9	36 899,2	45 356,3	51 979,4	53 548,8	44 572,0
Dovoz	36 102,7	41 631,6	49 765,0	54 464,7	56 408,0	45 822,2

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov ŠÚ SR

Z danej tabuľky je možné konštatovať, že počnúc rokom 2004 a zavedením reforiem vývoj HDP v nominálnej hodnote kontinuálne rástol až do roku 2008. V relatívnej miere rástol v roku 2008 pomalším tempom ako v predchádzajúcich troch rokoch. Vo všetkých sledovaných obdobiach sa na raste HDP podieľala najmä rastúca spotreba.

Obr. č.2: HDP a jej odvetvové zložky v stálych cenách v rokoch 2004 až 2009

Ukazovateľ	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Poľnohospodárstvo, lesníctvo a rybolov (A)	1 599,13	1 534,70	1 650,20	1 887,28	2 095,51	2 026,06
Priemysel spolu (B-E)	11 378,13	11 946,64	14 046,71	15 743,26	16 286,28	13 537,73
Stavebníctvo (F)	3 463,75	3 742,88	4 540,10	5 009,39	6 093,87	5 786,92
Veľkoobchod a maloobchod; oprava motorových vozidiel a motocyklov; doprava a skladovanie; ubytovanie a stravovacie služby (G-I)	10 648,18	11 583,74	11 613,66	12 571,59	13 982,49	12 950,43
Informácie a komunikácia (J)	1 878,23	2 012,07	2 236,76	2 527,10	2 519,69	2 737,58
Finančné a poisťovacie činnosti (K)	1 930,99	2 227,45	2 269,31	2 260,84	2 167,23	2 332,13
Činnosti v oblasti nehnuteľností (L)	3 912,64	3 490,46	3 519,01	4 291,48	4 497,52	4 211,58
Odborné, vedecké a technické činnosti; administratívne služby (M-N)	2 303,74	2 528,99	3 315,52	3 874,06	4 290,37	4 360,65
Verejná správa, obrana, povinn. sociál. zabezpečenie; vzdelávanie; zdravotníctvo a sociálna pomoc (O-Q)	6 966,71	7 291,04	7 605,85	7 998,84	8 250,27	8 724,39
Umenie, zábava a rekreácia; ostatné činnosti (R-U)	1 111,56	1 405,58	1 478,68	1 769,23	1 397,62	1 836,45
Hrubá pridaná hodnota podľa ekonomických činností: spolu (A*10)	44 972,95	47 489,65	52 275,56	58 032,10	61 688,98	58 380,13
FISIM	x	x	x	x	x	x
Hrubá pridaná hodnota mínus FISIM	44 972,95	47 489,65	52 275,56	58 032,10	61 688,98	58 380,13
Dane z produktov mínus subvencie na produkty	5 241,62	5 936,06	5 672,20	6 191,92	6 165,41	5 748,10
Hrubý domáci produkt	50 201,87	53 413,42	57 945,82	64 223,93	67 854,33	64 128,23
Štatistická diskrepancia	x	x	x	x	x	x

Zdroj: www.statistics.sk

V roku 2009 zaznamenala ekonomika SR prepád HDP v nominálnom aj relatívnom vyjadrení. Z obrázku č. 2 môžeme konštatovať, že v každom zo sledovaných období sa na tvorbe HDP v najväčšej miere podieľal priemysel, a to viac ako 20 % v každom roku v danom období. Z hľadiska spoločnosti HB REAVIS Slovakia, a.s. je podstatné odvetvie činností v oblasti nehnuteľností. Toto odvetvie vo vzťahu k HDP je relatívne zanedbateľné, keďže v ani jednom zo sledovaných rokov netvorí ani 10 % HDP.

Vývoj HDP v pokrízovom období v rokoch 2009 až 2014 sa vyznačovalo turbulentnými zmenami ako na ekonomickej tak na politickej scéne.

Globálna ekonomika naďalej bojovala zo stagnovaním, s čím súviseli mnohé fiškálne či monetárne opatrenia, ktoré sme spomenuli v podkapitole „Vývoj úrokových sadzieb na Slovensku v rokoch 2004 až 2014“. V eurozóne sa čoraz hlasnejšie spomínala možnosť bankrotu Grécka a ako opatrenie bolo navrhnuté vytvorenie tzv. eurovalu, ktoré tomu malo

zabrániť.

V roku 2012 došlo k mnohým zmenám v Zákonníku práce a v daňovom systéme, kedy bola zrušená jednotná sadzba dane z príjmov fyzických osôb, ktoré sme načrtli v podkapitole „Vývoj daní z príjmov právnických osôb na Slovensku v rokoch 2004 až 2014.“ Zároveň v tomto období uvažoval jeden z dlhoročných strategických investorov U.S. Steel o odchode zo Slovenska.

Tabuľka č. 5: Vývoj HDP v rokoch 2009 až 2010 počítaný výdavkovou metódou v stálych cenách

Ukazovateľ/rok	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Hrubý domáci produkt (v mil. EUR)	64 128,2	67 387,1	69 302,2	70 357,9	71 362,6	73 162,3
Index (v %)	94,5	105,1	102,8	101,5	101,4	102,5
Výdavky na konečnú spotrebu	51 743,0	52 141,1	51 695,1	51 208,6	51 161,3	52 791,8
Tvorba hrubého kapitálu	14 654,0	16 227,7	17 463,2	15 012,6	15 246,4	15 643,9
Vývoz	44 572,0	51 585,3	57 779,5	63 156,8	67 076,7	69 513,9
Dovoz	45 822,2	52 566,9	57 635,6	59 098,9	62 132,9	64 780,5

Zdroj: Vlastné spracovanie na základe údajov ŠÚ SR

Z údajov v tabuľke č. 5 vidíme, že HDP v nominálnej hodnote po roku 2009 rastie a už v roku 2011 sa dostalo nad úroveň dosiahnutú v roku 2008, teda najvýkonnejšom roku v predkrízovom období. Problémom však naďalej ostáva pomalý rast HDP v relatívnom vyjadrení. Najvyšší percentuálny rast dosiahol HDP v sledovanom období v roku 2011 na úrovni 5,1 %. Vo zvyšných rokoch je možné hovoriť o stagnujúcej ekonomike, v rokoch 2012 až 2013 dokonca o spomalení rastu.

Významným rozdielom oproti predkrízovému obdobiu je fakt, že zatiaľ čo pred rokom 2009 sa najviac na HDP podieľala spotreba, v pokrízovom období môžeme badať významný nárast exportu, kým spotreba stagnuje. Od roku 2011 dosahujeme aktívne saldo obchodnej bilancie a teda vyvážame viac ako dovážame.

Obr. č.3: HDP a jej odvetvové zložky v stálych cenách v rokoch 2009 až 2014

Ukazovateľ	2009	2010	2011	2012*	2013*	2014**
Poľnohospodárstvo, lesníctvo a rybolov (A)	2 026,06	1 726,51	2 045,90	2 104,98	2 486,64	2 936,01
Priemysel spolu (B-E)	13 537,73	16 167,27	16 838,75	16 782,56	16 522,60	17 855,71
Stavebníctvo (F)	5 786,92	5 450,24	5 740,54	6 091,11	5 350,09	5 772,58
Veľkoobchod a maloobchod; oprava motorových vozidiel a motocyklov; doprava a skladovanie; ubytovanie a stravovacie služby (G-I)	12 950,43	13 183,70	13 056,98	13 337,66	12 894,33	13 805,22
Informácie a komunikácia (J)	2 737,58	2 752,36	2 845,74	3 216,69	3 024,13	3 031,47
Finančné a poisťovacie činnosti (K)	2 332,13	2 468,88	2 583,84	2 607,43	2 719,42	3 010,38
Činnosti v oblasti nehnuteľností (L)	4 211,58	4 221,03	4 452,59	4 640,28	5 938,64	4 419,01
Odborné, vedecké a technické činnosti; administratívne služby (M-N)	4 360,65	4 553,01	4 524,91	4 764,35	5 011,48	4 875,86
Verejná správa, obrana, povinn. sociál. zabezpečenie; vzdelávanie; zdravotníctvo a sociálna pomoc (O-Q)	8 724,39	9 009,74	8 677,79	8 649,05	8 930,21	8 423,66
Umenie, zábava a rekreácia; ostatné činnosti (R-U)	1 836,45	1 873,47	2 018,28	2 175,40	2 180,84	2 250,34
Hrubá pridaná hodnota podľa ekonomických činností: spolu (A*10)	58 380,13	61 406,22	62 785,32	64 353,45	65 036,56	66 403,58
FISIM	x	x	x	x	x	x
Hrubá pridaná hodnota minus FISIM	58 380,13	61 406,22	62 785,32	64 353,45	65 036,56	66 403,58
Dane z produktov minus subvencie na produkty	5 748,10	5 980,92	6 516,88	5 999,72	6 324,68	6 761,68
Hrubý domáci produkt	64 128,23	67 387,14	69 302,20	70 357,92	71 362,59	73 162,30
Štatistická diskrepancia	x	x	x	x	x	x

Zdroj: www.statistics.sk

Tak ako v predkrízovom období, aj po roku 2009 sa na HDP najviac podieľal priemysel, ktorý ako jeden z mála odvetví v pokrízovom období rástol. Odvetvie činností v oblasti nehnuteľností naďalej nepredstavovali ani 10 % z HDP. Väčšina odvetví po roku 2009 rástla mierne, resp. stagnovala.

4.2 Analýza vplyvu vybraných determinantov ekonomického makroprostredia v spoločnosti HB Reavis Management spol, s.r.o.

V predchádzajúcej časti sme analyzovali vývoj vybraných ukazovateľov makroprostredia v rokoch 2004 až 2014. V tejto podkapitole pristúpime k analýze jednotlivých ukazovateľov zadlženosti v spoločnosti HB Reavis Management spol, s.r.o. v období od roku 2005 až do roku 2014, teda v rámci desiatich rokov. Podobne ako pri analýze vývoja determinantov makroprostredia pristúpime ku skúmaniu zadlženosti v dvoch obdobiach, a to v predkrízovom od roku 2005 až do roku 2009 a v pokrízovom období v rámci rokov 2010 až 2014.

Po vyčíslení jednotlivých ukazovateľov za všetky sledované roky v skúmanom období pristúpime k výskumu vplyvu jednotlivých faktorov pomocou regresnej a korelačnej analýzy vyčíslíme vzťah a súvislosť medzi vývojom zadlženosti a vybraných determinantov makroprostredia.

4.2.1 Analýza zadlženosti spoločnosti HB Reavis Management spol, s.r.o

Zadlženosť spoločnosti HB Reavis Management spol, s.r.o. budeme určovať pomocou pomerových ukazovateľov zadlženosti, a to celková zadlženosť aktív, finančná páka, dlhodobá zadlženosť aktív, úverová zadlženosť, úrokové krytie a toková zadlženosť. Ku skúmaniu zadlženosti pristúpime v dvoch častiach, a to analýze zadlženosti v predkrízovom období v rokoch 2005 až 2009 a analýze v pokrízovom období do roku 2014.

Tabuľka č. 6: Analýza zadlženosti HB Reavis Management spol, s.r.o v predkrízovom období.

Ukazovateľ zadlženosti	MJ	2005	2006	2007	2008	2009
Celková zadlženosť aktív	%	87,23	106,09	94,29	96,13	96,26
Finančná páka	Koef.	11,98	-16,43	17,52	25,83	26,75
Dlhodobá zadlženosť aktív	%	70,98	50,87	69,15	72,90	70,12
Úverová zadlženosť aktív	%	0,00	0,00	0,11	0,00	0,00
Úrokové krytie	Koef.	1,04	1,52	1,93	1,00	1,03
Tokové zadlženie	Roky	218,46	31,78	33,64	1625,49	322,15

Zdroj: Vlastné spracovanie z účtovných závierok HB Reavis Management spol, s.r.o.

Z údajov v tabuľke môžeme konštatovať, že spoločnosť pracuje z vysokou mierou dlhu, keďže vo všetkých sledovaných rokoch je celková zadlženosť na úrovni viac ako odporúčaných 70%. V každom zo sledovaných rokov s výnimkou roku 2005 výraznou mierou ovplyvňuje celkovú zadlženosť časové rozlíšenie, ktoré prispieva k celkovej zadlženosti viac ako 10 % v rokoch 2006 až 2009. V roku 2006 je tento vplyv na úrovni cca. 15 %. Je preto nutné podotknúť, že časové rozlíšenie na strane pasív v každom zo sledovaných rokov tvoria najmä výnosy budúcich období, v roku 2008 dokonca viac ako 100 %.

Po roku 2006, kedy bola spoločnosť v predlžení, môžeme badať pokles celkovej zadlženosti aktív. Kým v rokoch 2005 a 2006 bol medziročný rast záväzkov a časového rozlíšenia na úrovni viac ako 47 % a rast hodnoty majetku na úrovni 27 %, po roku 2006 rástla hodnota majetku rýchlejším tempom ako hodnota záväzkov a časového rozlíšenia. Najvýraznejší nárast hodnoty majetku nastal medzi rokmi 2006 až 2007, kedy hodnota majetku narástla o 117,92% vplyvom rastu hodnoty pozemkov o takmer 740%. Súviselo to s kúpou pozemkov a dokončením prvých dvoch častí projektu City Business Center na Karadžičovej ulici v Bratislave.

Ukazovateľ finančná páka v rokoch 2005 až 2009 mal po roku 2006 rastúcu tendenciu. Negatívny koeficient finančnej páky v roku 2006 bol zapríčinený záporným vlastným imanom, ktoré napriek kladnému výsledku hospodárenia dosiahla výrazne negatívnu hodnotu kapitálových fondov, v dôsledku straty z oceňovacích rozdielov z precenenia majetku v absolútnej hodnote vyše 9,4 mil. EUR. Rast koeficientu samofinancovania po roku 2006 súvisel s vyššími dosiahnutými tržbami, vďaka projektu City Business Center.

Dlhodobá zadlženosť aktív s výnimkou rokov 2006 a 2007 bola vždy na úrovni viac ako 70%. Kým v rokoch 2005 a 2006 boli dlhodobé záväzky tvorené viac ako 99,9 % vydanými dlhopismi, v roku 2007 tvorili dlhopisy menej ako 33 % dlhodobých záväzkov. Počnúc týmto rokom až do konca sledovaného obdobia rástla na strane pasív položka ostatné dlhodobé záväzky, kam podľa účtovných predpisov zaradujeme dlhodobé finančné výpomoci od iných subjektov (nie od bánk a od spoločníkov). V rokoch 2007 až 2009 tvorila táto položka vždy viac ako 65% dlhodobých záväzkov.

Spoločnosť pracuje len s minimom úverových zdrojov, kedy okrem roku 2007 nemala spoločnosť žiadne úvery.

HB Reavis Management spol, s.r.o. má v každom analyzovanom roku v predkrízovom období ukazovateľ EBIT vyšší ako nákladové úroky s výnimkou roku 2008, kedy ako v jedinom roku v rámci sledovaného obdobia dosiahla spoločnosť stratu. Výška nákladových úrokov v dôsledku vyššie spomenutých okolností (dlhopisy a finančné výpomoci) v rokoch

2006 až 2009 kontinuálne rástla, najviac v roku 2008 o 67,49 %.

Najvyššiu volatilitu z ukazovateľov zadlženosti v predkrízovom období dosahuje ukazovateľ tokové zadlženie. Pokles v rokoch 2006 a 2007 bol spôsobený rýchlejším tempom rastu netto cash flow ako záväzkov spoločnosti. Tento rast bol spôsobený najmä vplyvom kladného výsledku hospodárenia v dôsledku vyššie spomenutého dokončenia projektu CBC. Výrazný pokles v roku 2008 nastal v dôsledku dosiahnutej straty, kedy sa na kladnom netto cash flow podieľali iba odpisy.

Tabuľka č. 7: Analýza tvorby čistého pracovného kapitálu v tis. EUR v predkrízovom období

Rok	MJ	2005	2006	2007	2008	2009
Krátkodobý majetok	tis.	51 929	50 865	83 188	114 067	104 915
Krátkodobé záväzky	tis.	7 802	27 719	25 016	16 321	22 103
Rozdiel	tis.	44 127	23 146	58 172	97 746	82 812
Charakter rozdielu		ČPK	ČPK	ČPK	ČPK	ČPK

Zdroj: Vlastné spracovanie

Z hľadiska tvorby pracovného kapitálu má spoločnosť v každom roku v rámci sledovaného obdobia výrazne kladný rozdiel obežného majetku a krátkodobých záväzkov. Napriek vysokej zadlženosti je preto spoločnosť likvidná a vysoká zadlženosť spoločnosti je spôsobená, ako môžeme vyčítať z tabuľky vplyvom dlhodobých záväzkov.

V nadväznosti na teórie optimalizácie kapitálovej štruktúry môžeme konštatovať, že podľa kompromisnej teórie kapitálovej štruktúry, ktorá sa najviac približuje k reálnym podmienkam sa vplyvom zvyšovania pomeru cudzieho kapitálu zvyšuje tržová hodnota podniku. Spoločnosť financuje svoje aktivity najmä dlhodobými úročenými cudzími zdrojmi a nákladové úroky vplyvom úrokového daňového štítu znižujú základ dane. V podniku taktiež nedochádza k riziku platobnej neschopnosti z dôvodu kladného pracovného kapitálu v každom zo sledovaných rokov.

Tabuľka č. 8: Analýza zadlženosti HB Reavis Management spol, s.r.o v pokrízovom období.

Ukazovateľ zadlženosti	MJ	2010	2011	2012	2013	2014
Celková zadlženosť aktív	%	97,94	99,53	106,78	109,40	109,08
Finančná páka	Koef.	48,61	212,68	-14,75	-10,64	-11,02
Dlhodobá zadlženosť aktív	%	70,86	75,06	87,53	64,39	55,12
Úverová zadlženosť aktív	%	0,00	0,00	0,00	28,49	32,49
Úrokové krytie	Koef.	1,00	0,80	0,44	0,85	1,22
Tokové zadlženie	Roky	12124,81	N/A	N/A	N/A	50,04

Zdroj: Vlastné spracovanie z účtovných závierok HB Reavis Management spol, s.r.o.

Charakter ukazovateľov zadlženosti spoločnosti HB Reavis Management v pokrízovom období je výrazne odlišný a s výnimkou roku 2014 má rastúcu tendenciu. Kým

v predkrízovom období bola spoločnosť predĺžená iba v roku 2006, v rokoch 2010 až 2014 je od roku 2012 kontinuálne predĺžená. V dôsledku toho by mali veritelia spoločnosti na základe zákona č. 7/2005 Z.z. o konkurze a reštrukturalizácii požiadať o konkurz. Spoločnosti síce rástli tržby z hospodárskej činnosti vďaka dokončeniu 3., 4. a 5. časti City Business Center, ktoré dokopy priniesli cca 24-tisíc m² prenajímateľnej plochy a vyše 400 parkovacích miest,⁵⁰ ale mali vysoké straty z finančnej činnosti.

Okrem dokončenia CBC, sa na raste podieľali aj výstavba sedemnásť podlažného Forum BC v roku 2013, ktorá priniesla necelých 18 800 m² prenajímateľných plôch, zväčša vyhradených pre kancelárie. Parkovanie zabezpečia tri podzemné podlažia garáží s kapacitou 500 státí.⁵¹ Prehlbujúce sa straty v rokoch 2010 až 2013 súviseli so stratami z finančnej činnosti podniku zapríčinených vysokou hodnotou nákladových úrokov.

Kým v predkrízovom období sa na celkovej zadlženosti aktív podieľalo časové rozlíšenie vždy viac ako 10 %, v rokoch 2010 až 2014 je tento vplyv s výnimkou roka 2010 zanedbateľný.

V súvislosti s vyššie spomenutými skutočnosťami dosahuje koeficient finančnej páky v rokoch 2012 až 2014 negatívne hodnoty. Záporné vlastné imanie súvisí s vysokou stratou v roku 2012, ktorá bola zapríčinená vysokou stratou z finančnej činnosti v dôsledku nákladových úrokov na úrovni viac ako 20 mil. EUR.

Zaujímavosťou je, že napriek tomu že je spoločnosť predĺžená, v roku 2013 získala dlhodobý bankový úver vo výške 40 mil. EUR a v roku 2014 mala spoločnosť aj bežný bankový úver vo výške viac ako 2,4 mil. EUR. V rokoch 2012 až 2014 môžeme badať klesajúcu tendenciu dlhodobej zadlženosti. Výrazný pokles medzi rokmi 2012 a 2013 súvisel s poklesom hodnoty dlhopisov o vyše 39 %, čo v absolútnej hodnote predstavovalo takmer 57 mil. EUR. Práve dlhopisy tvorili v pokrízovom období percentuálne najvyššiu časť dlhodobých záväzkov na úrovni viac ako 99 % v každom zo sledovaných rokov.

Úrokové krytie po roku 2009 má v porovnaní s predkrízovým obdobím klesajúci charakter. Dosiahnutý zisk pred započítaním daní a úrokov (EBIT) nepostačil ani na pokrytie nákladových úrokov. V roku 2014 v dôsledku kladného výsledku hospodárenia na úrovni takmer 2,5 mil EUR dosiahla spoločnosť opäť kladnú hodnotu ukazovateľa úrokového krytia.

Podobne ako pri analýze predkrízového obdobia aj po roku 2009 má najvyššiu

⁵⁰ MISTRÍK, Ľ. 2010. *HB Reavis mierne upravil CBC* In *Electronic Journal of Trend* [online]. 2010. [cit. 2016-04-13]. Dostupné na internete: <<http://reality.etrend.sk/komercne-nehnutelnosti/hb-reavis-mierne-upravil-cbc.html>>. ISSN 1336-2674.

⁵¹ MISTRÍK, Ľ. 2011. *Forum na Bajkalskej bude mať 17 podlaží* In *Electronic Journal of Trend* [online]. 2010. [cit. 2016-04-13]. Dostupné na internete: <<http://reality.etrend.sk/komercne-nehnutelnosti/forum-na-bajkalskej-bude-mat-17-podlazi.html>>. ISSN 1336-2674.

premenlivosť ukazovateľ tokové zadĺženie. V rokoch 2011 až 2013 v dôsledku záporného netto cash flow nebolo možné vyčísliť počet rokov potrebných na úhradu všetkých záväzkov spoločnosti.

Tabuľka č. 9: Analýza tvorby čistého pracovného kapitálu v tis. EUR v pokrízovom období

Rok	MJ	2010	2011	2012	2013	2014
Krátkodobý majetok	tis.	166 621	121 730	106 768	93 361	69 722
Krátkodobé záväzky	tis.	31 930	44 188	31 996	22 037	19 853
Rozdiel	tis.	134 691	77 541	74 772	71 324	49 869
Charakter rozdielu		ČPK	ČPK	ČPK	ČPK	ČPK

Zdroj: Vlastné spracovanie

Tak ako v rokoch 2005 až 2009, aj v pokrízovom období prevyšuje krátkodobý majetok v každom zo sledovaných rokov krátkodobé záväzky, čo má za následok tvorbu čistého pracovného kapitálu. V dôsledku toho je aj napriek tomu, že je spoločnosť predĺžená, zároveň aj likvidná, čo môžeme vidieť aj z tabuľky.

Z hľadiska kompromisnej teórie kapitálovej štruktúry aj v pokrízovom období financuje majetok najmä úročenými cudzími zdrojmi, kedy od roku 2013 využíva okrem obligácií aj dlhodobé bankové úvery. Bankové úvery a obligácie tvoria v roku 2013 viac ako 90 % zdrojov podniku a v roku 2014 takmer 88 %.

4.2.2 Analýza rentability spoločnosti HB Reavis Management spol, s.r.o.

V tejto časti budeme postupovať podobne ako v predchádzajúcej podkapitole. Pre celkovú analýzu spoločnosti najprv vyčíslime štruktúru majetku v relatívnom vyjadrení na neobežný a obežný majetok. Následne pristúpime k analýze rentability pomocou pomerových ukazovateľov. Pre účely výskumu najlepšie poslúžia rentabilita aktív v hrubom vyjadrení (ďalej ROA), rentabilita vlastného imania (ďalej ROE) a pomer ukazovateľa EBITDA a tržieb.

Podobne ako pri výskume vývoja determinantov makroprostredia a zadĺženosti spoločnosti HB Reavis Management spol, s.r.o., budeme aj v tejto časti pristupovať k analýze v dvoch častiach, a to predkrízovom a pokrízovom období.

Tabuľka č. 10: Analýza rentability HB Reavis Management spol, s.r.o v predkrízovom období.

Ukazovateľ	MJ	2005	2006	2007	2008	2009
Pomer neobežného majetku	%	6,03	25,35	44,81	37,15	38,84
Pomer obežného majetku	%	93,54	72,28	45,97	59,84	60,40
ROA	%	0,38	3,29	3,01	-0,02	0,23
ROE	%	3,66	-43,75	42,66	-0,42	5,11
EBITDA/tržby	%	10,43	10,12	7,29	9,50	9,28

Zdroj: Vlastné spracovanie z účtovných závierok HB Reavis Management spol, s.r.o.

Štruktúra majetku v rokoch 2005 až 2009 zaznamenala výraznú zmenu v roku 2006 oproti predošlému roku. Kým v roku 2005 bol majetok spoločnosti tvorený výlučne takmer obežným majetkom, a to najmä pohľadávkami z obchodného styku, ktoré sa podieľali na obežnom majetku viac 83,34 %, výrazný nárast neobežného majetku v rokoch 2006 a 2007 súvisel najmä s dokončením a sprevádzkovaním projektov City Business Center 1 a 2

V rámci rokov 2006 a 2007 môžeme vidieť aj nárast hrubej rentability aktív. Tento rast bol v roku 2006 ťahaný najmä vyše 1000 % nárastom hrubého zisku, kým hodnota aktív oproti roku 2005 sa zvýšila o 27,45 %. Záporná ROA v roku 2008 súvisela logicky s dosiahnutou stratou. Keďže spoločnosť pôsobí v cyklickom odvetví činností v oblasti nehnuteľností, môžeme konštatovať, že pokles výkonu hospodárstva a následná stagnácia sa prejavila aj vo výsledku hospodárenia spoločnosti HB Reavis Management spol, s.r.o.

Najvyššiu volatilitu v predkrízovom období môžeme konštatovať v rámci ukazovateľa ROE. Túto skutočnosť pripisujeme najmä vysokej premenlivosti vlastného imania spoločnosti. V každom zo sledovaných rokov v predkrízovom období, okrem roku 2006, dosahovalo vlastné imanie spoločnosti kladné hodnoty. Výrazný nárast ROE v roku 2007 vyplýval z nárastu zisku, ktorý bol ťahaný vyše 95 % nárastom tržieb vďaka prenájmu priestorov v City Business Center. Opätovný prepád ROE v roku 2008 súvisel so stratou, ktorá bola zapríčinená najmä rýchlejším tempom poklesu tržieb ako výrobných nákladov.

Rentabilita tržieb pred zdanením, započítaním úrokov a odpisov dosahovala v predkrízovom období konštantné hodnoty. V každom zo sledovaných rokov dosahovala EBITDA kladnú hodnotu a podstatná väčšina bola tvorená nákladovými úrokmi, ktoré sa vo všetkých rokoch okrem roku 2009 podieľali na EBITDE viac ako 50 %. V roku 2009 výrazne narástla hodnota odpisov, a to na úrovni takmer 3000 %.

Tabuľka č. 11: Analýza rentability HB Reavis Management spol, s.r.o v pokrízovom období.

Ukazovateľ	MJ	2010	2011	2012	2013	2014
Pomer neobežného majetku	%	28,46	35,02	38,07	33,24	38,71
Pomer obežného majetku	%	71,35	64,84	61,84	66,50	58,96
ROA	%	-0,01	-1,98	-6,56	-1,52	2,08
ROE	%	-0,70	-342,41	N/A	N/A	-22,95
EBITDA/tržby	%	17,63	10,84	13,87	22,83	25,16

Zdroj: Vlastné spracovanie z účtovných závierok HB Reavis Management spol, s.r.o.

Podobne ako v predkrízovom období, aj po roku 2009 môžeme badať nárast podielu neobežného majetku na celkových aktívach spoločnosti. Pod nárast pomeru neobežného majetku na aktívach sa podpísal pokles hodnoty obežného majetku.

Zatiaľ čo v predkrízovom období dosahovala ROA s výnimkou roka 2008 kladné hodnoty, vývoj po roku 2009 má opačný charakter.

Rentabilita vlastného imania v pokrízovom období bola charakteristická záporným koeficientom vo všetkých rokoch, pričom v roku 2012 a 2013 nastala kombinácia straty a zápornej hodnoty vlastného imania. Kladnú hodnotu vlastného imania v rámci sledovaného obdobia dosahovala spoločnosť iba v rokoch 2010 a 2011.

Ukazovateľ EBITDA, tak ako aj v predkrízovom období, vykazoval v rokoch 2010 až 2014 vždy kladné hodnoty. V porovnaní s analýzou pred rokom 2010 sa výrazne zvýšil podiel ukazovateľa EBITDA na celkových tržbách spoločnosti spoločnosti, kedy v roku 2014 dosahovala hodnotu vyše 25 %. V dôsledku výrazných strát po roku 2010 bol tento podiel dokonca vyšší ako 100 % a v najkritickejšom roku 2012 tvoril až 228 % hodnoty EBITDA. Z hľadiska výsledku hospodárenia dosiahla spoločnosť v tomto roku zároveň najvyššiu stratu v rámci všetkých sledovaných rokov v predkrízovom aj pokrízovom období, a to na úrovni viac ako 11 mil. EUR. Táto strata bola zapríčinená stratou z finančnej činnosti v dôsledku vysokých nákladových úrokov na úrovni viac ako 20 mil. EUR

4.2.3 Analýza závislosti medzi zadlženosťou a determinantmi makroprostredia

Hlavným cieľom výskumu diplomovej práce je skúmať vplyv externého prostredia na finančnú a kapitálovú štruktúru spoločnosti. Analyzovaná časť externého prostredia je makroprostredie a to konkrétne ekonomické makroprostredie. Keďže kapitalistická ekonomika je cyklická, sme svedkami striedania fázy expanzie a poklesu výkonnosti ekonomiky.

Vo vyspelých trhových ekonomikách pôsobia mnohé odvetvia, ktoré môžeme v závislosti od charakteru poskytovaného produktu rozdeliť na cyklické, ktoré ponúkajú

tovary a služby dlhodobého charakteru a pôsobia v tzv. cyklických odvetviach a naopak podniky, ktoré poskytujú produkty a služby dennej spotreby, po ktorých vzniká akási prirodzená potreba, pôsobia v tzv. necyklických odvetviach. Výkonnosť týchto podnikov na rozdiel od podnikov pôsobiacich v cyklických odvetviach nezaznamená výraznejší, resp. žiadny rast, alebo pokles vzhľadom na rast či pokles národného hospodárstva.

Skúmali sme vplyv vybraných determinantov ekonomického makroprostredia na finančnú a kapitálovú štruktúru podniku HB Reavis Management spol, s.r.o. Pre účely výskumu tohto vplyvu bolo nevyhnutné vyčíslit' a analyzovať zadlženosť spoločnosti. Následne sme určili determinanty ekonomického makroprostredia, ktorých výstupy sme sa rozhodli analyzovať vzhľadom na finančnú a kapitálovú štruktúru podniku. Pre účely výskumu vzťahu medzi zadlženosťou a determinantmi makroprostredia sme zvolili štatistickú metódu regresnej analýzy.

Tabuľka č.12: Analýza vplyvu determinantov makroprostredia na zadlženosť spoločnosti

Vzťah	Korelačný koef.	Koef. determinácie	Chyba strednej hodnoty
Celková zadlženosť k HDP	0,2343	0,0549	0,0755
Dlhodobá zadlženosť k HDP	0,2372	0,0563	0,1056
Celková zadlženosť k daňovej sadzbe	0,6393	0,4087	0,0597
Dlhodobá zadlženosť k daňovej sadzbe	0,4204	0,1768	0,0987
Celková zadlženosť k HICP	0,7684	0,5905	0,0497
Dlhodobá zadlženosť k HICP	0,1524	0,0232	0,1075

Zdroj: Vlastné spracovanie

Vzhľadom na výstupy v tabuľke môžeme konštatovať, že závislosť medzi zadlženosťou a vývojom konjunktúry je na základe korelačného koeficientu veľmi slabá. Podstatne silnejšia závislosť je medzi daňovou sadzbou a zadlženosťou spoločnosti HB Reavis Management spol, s.r.o. Korelačný koeficient v prípade celkovej zadlženosti a sadzby daní z príjmov je na úrovni 0,6393 čo je druhá najvyššia hodnota v rámci skúmaných ukazovateľov a preto môžeme konštatovať, že dane významnou mierou ovplyvňujú finančnú a kapitálovú štruktúru spoločnosti.

Koeficient determinácie v prípade vzťahu celkovej zadlženosti k sadzbe dani z príjmov právnických osôb je na úrovni 0,4087. Zvolená regresná priamka vysvetľuje variabilitu celkovej zadlženosti na 40,87 % a zvyšok variability je ovplyvnený náhodnými činiteľmi a inými nešpecifikovanými vplyvmi pri nízkej hodnote chybovosti na úrovni 0,0597.

Najsilnejšia závislosť v rámci skúmaných ukazovateľov je medzi celkovou zadlženosťou a infláciou, ktorú sme merali harmonizovaným indexom spotrebiteľských cien (ďalej len HICP). Korelačný koeficient na úrovni 0,7684 je najvyšší v rámci všetkých, a preto môžeme konštatovať, že na celkovú zadlženosť aktív spoločnosti HB Reavis Management spol, s.r.o. v najvyššej miere vplýva práve inflácia.

Obdobne koeficient determinácie na úrovni 0,5905 je najvyšší v rámci všetkých sledovaných vzťahov, a teda tomuto vzťahu pripadá najnižšia miera variability, ktorá je ovplyvnená náhodnými činiteľmi. Zaujímavosťou je aj a skutočnosť, že v rámci skúmaných vzťahov je najvyšší rozdiel práve medzi závislosťou celkovej zadlženosti a HICP v porovnaní s dlhodobou zadlženosťou a HICP. Kým rozdiely medzi celkovou a dlhodobou zadlženosťou vo vzťahu k HDP a daňovej sadzbe boli relatívne zanedbateľné, korelačný koeficient medzi celkovou zadlženosťou a HICP je viac ako päť násobne vyšší ako korelačný koeficient medzi dlhodobou zadlženosťou a HICP. Je však nutné podotknúť, že v rámci skúmaných závislostí je chyba strednej hodnoty druhá najvyššia vo vzťahu dlhodobej zadlženosti a HICP.

Graf č. 1: Graf regresnej analýzy medzi celkovou zadlženosťou a HICP



Zdroj: Vlastné spracovanie

Z grafu regresnej analýzy celkovej zadlženosti k HICP vidíme tvar regresnej priamky, ktorá je zároveň aj vyčíslená. V prípade ak by bola nezávislá premenná HICP nulová, celková zadlženosť spoločnosti HB Reavis Management spol, s.r.o. by bola na úrovni 20,75 %. V prípade rastu HICP o jednu mernú jednotku, by vzrástla celková zadlženosť o 0,7 %. Napriek silnej korelačnej závislosti je vyčíslený vplyv minimálny, čo môžeme vidieť aj na tvare priamky. V rámci rokov 2006 a 2007 napr. rástla hodnota HICP a celková zadlženosť spoločnosti klesala. V nasledujúcich rokoch je priamka mierne rastúca. V tomto období bol napriek rastu hodnoty HICP vývoj celkovej zadlženosti relatívne konštantný. Najvýraznejší nárast celkovej zadlženosti badať v období medzi rokmi 2011 a 2012. Hodnota HICP v daných rokoch medziročne vzrástla o 4,42, teda najviac v rámci sledovaných rokov.

Graf č. 2: Graf regresnej analýzy medzi celkovou zadlženosťou a daňovou sadzbou



Zdroj: Vlastné spracovanie

Z funkcie regresnej analýzy vzťahu medzi celkovou zadlženosťou a daňovou sadzbou vyplýva, že v prípade nulovej daňovej sadzby by bola zadlženosť spoločnosti na úrovni 38,6 %. Ak daňová sadzba vzrastie o jednu percentuálnu hodnotu rastie celková zadlženosť spoločnosti o 3,13 %. V porovnaní s predchádzajúcim grafom kedy hodnota HICP s výnimkou roku 2014 každoročne rástla, bola daňová sadzba počas prvých ôsmych rokov v rámci sledovaného obdobia na úrovni 19 %. Podobne ako pri grafe regresnej analýzy celkovej zadlženosti a HICP sa vyvíjala celková zadlženosť relatívne konštantným spôsobom.

Napriek relatívne silnej závislosti medzi celkovou zadlženosťou a daňovou sadzbou výraznejší rast sadzby medzi rokmi 2012 až 2013 výraznejšie neovplyvnil celkovú zadlženosť spoločnosti, kedy tento ukazovateľ vzrástol medziročne o 2,62 % oproti predchádzajúcim 7,25 % v rokoch 2011 až 2012.

Z vyššie uvedených skutočností môžeme konštatovať, že na celkovú zadlženosť aktív spoločnosti HB Reavis Management spol, s.r.o. majú okrem vnútropodnikových faktorov vplyv aj determinanty z ekonomického makroprostredia spoločnosti. Vzhľadom na fakt, že spoločnosť pôsobí v cyklickom odvetví činností v oblasti nehnuteľností je prekvapujúci nízky koeficient korelácie medzi celkovou zadlženosťou a vývojom HDP. Túto skutočnosť okrem slabej korelačnej závislosti potvrdzuje aj fakt, že celková zadlženosť spoločnosti sa v časoch najvýraznejšieho rastu HDP v pokrizovom období medzi rokmi 2009 až 2010, kedy index rastu HDP bol na úrovni 5,1 % pohybovala na konštantnej úrovni.

Najsilnejšia korelačná závislosť vo vzťahu medzi celkovou zadlženosťou a HICP bola potvrdená aj najvýraznejším medziročným rastom celkovej zadlženosti aktív v rokoch 2011 až 2012, kedy rast celkovej zadlženosti predstavoval 7,25 %, pričom hodnota HICP vzrástla

o 4,42, teda najvýraznejšie v rámci sledovaných rokov. Z uvedeného vyplýva, že finančnú štruktúru spoločnosti je nevyhnutné analyzovať aj vo vzťahu k vývoju jednotlivých determinantov makroprostredia a adekvátne plánovať vzhľadom na zistené skutočnosti.

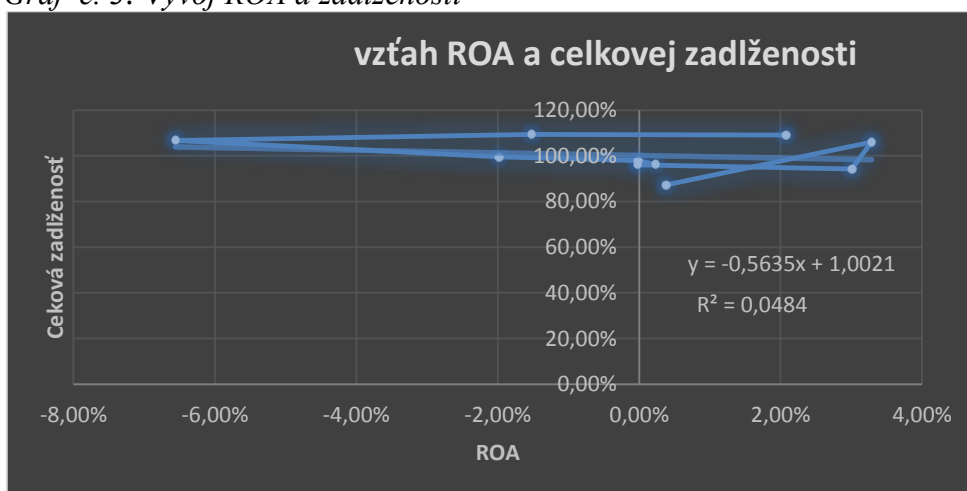
Dôsledné plánovanie vo vzťahu k vývoju determinantov ekonomického makroprostredia je o to podstatnejšie, že jednotlivé faktory ekonomického makroprostredia nie je zo strany podniku možné ovplyvňovať. Všetkým hrozbám a príležitostiam z externého prostredia je možné preto len prispôbiť sa a dôsledná analýza vývoja týchto skutočností je o to dôležitejšia.

4.2.4 Analýza závislosti medzi zadlženosťou a rentabilitou

Kým v predchádzajúcej časti sme skúmali vplyv determinantov z externého prostredia podniku a dospeli sme k záverom, že v prípade spoločnosti HB Reavis Management spol, s.r.o. je tento vplyv relatívne zanedbateľný. Pre porovnateľnosť teda vyjadríme vzťah medzi ukazovateľom rentability aktív spoločnosti, ktorý bude pre účely výskumu vystupovať ako nezávislá premenná a celkovej zadlženosti spoločnosti.

Ukazovateľ ROA vystupuje zároveň ako kvantifikovateľný výstup využívania interných zdrojov spoločnosti, ktorý vypovedá o efektívnosti zhodnocovania aktív spoločnosti. Z tejto skutočnosti sa dá predpokladať, že rast ukazovateľa ROA pôsobí na znižovanie zadlženosti spoločnosti, a má teda nepriamo úmerný vzťah s daným ukazovateľom zadlženosti.

Graf č. 3: Vývoj ROA a zadlženosti

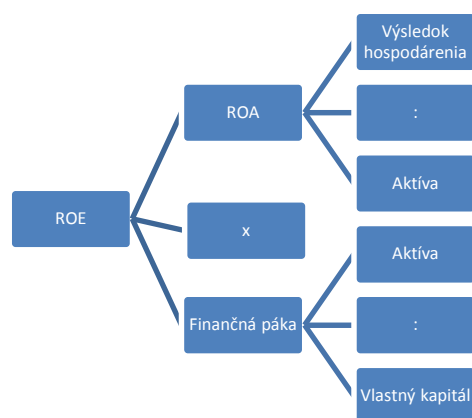


Zdroj: Vlastné spracovanie

Z grafu vidíme, že čím vyššia je rentabilita aktív spoločnosti, tým viac klesá zadlženosť v spoločnosti HB Reavis Management spol, s.r.o. V grafe je zároveň vyjadrená aj regresná analýza v tvare $y = -1,7154x + 0,9321$. Ukazovateľ R^2 je koeficient determinácie. Pomocou druhej odmocniny tohto koeficientu môžeme určiť korelačný koeficient, ktorý je na úrovni 0,4761. Hodnota korelačného koeficientu medzi ROA a celkovou zadlženosťou hovorí o stredne silnej závislosti medzi týmito ukazovateľmi.

Vzhľadom na charakter tohto ukazovateľa a hodnotu korelačného koeficientu môžeme konštatovať, že spoločnosť HB Reavis Management spol, s.r.o. v rámci sledovaného obdobia využíva aktíva spoločnosti vo vzťahu k celkovej zadlženosti spôsobom, ako vyjadrujú Du Pontove vzťahy.

Graf č. 3: Du Pontove vzťahy



Zdroj: Vlastné spracovanie.

Pomocou Du Pontových vzťahov môžeme rozložiť rentabilitu vlastného imania spôsobom, ako je to zobrazené v grafe vyššie. Ukazovateľ finančnej páky ako ukazovateľ zadlženosti aktív má priamo úmerný vzťah k rentabilite vlastného imania. Vyjadruje zároveň tú časť aktív, ktoré nie sú financované cudzími zdrojmi. Ak by sme vo vzťahu nahradili finančnú páku celkovou zadlženosťou aktív, dopracovali by sme sa k záveru, že s rastom celkovej zadlženosti klesá rentabilita vlastného imania a naopak.

Vzťah rentability aktív ku celkovej zadlženosti v prípade HB Reavis Management, spol, s.r.o., má nepriamo úmerný charakter, čo vidieť aj z grafu v rokoch 2009 až 2012. Kým celková zadlženosť konštantne od roku 2007 rastie, rentabilita aktív počas rokov 2009 až 2012 klesá.

4.3 Analýza rizikovosti spoločnosti HB Reavis Management, spol. s.r.o.

Vzhľadom na fakt, že spoločnosť pracuje s vysokou mierou cudzích zdrojov, od roku 2013 získala úver vo výške 40 mil. EUR a pôsobí v cyklickom odvetví činností v oblasti nehnuteľností, považujeme za dôležité skúmať aj riziko spoločnosti. Pre účely analýzy rizika použijeme Tafflerov bankrotný model.

Tabuľka č.13: Tafflerov model rizikovosti spoločnosti HB Reavis Management spol, s.r.o.

Rok	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Skóre	0,32	0,37	0,34	0,18	0,19	0,19	0,20	-0,02	0,12	0,24

Zdroj: Vlastné spracovanie z účtovných závierok HB Reavis Management spol, s.r.o.

V rokoch 2005 až 2009 dosahovala spoločnosť na základe Tafflerovho modelu uspokojivé výsledky. V rokoch 2005 až 2007 bolo výsledné skóre vždy väčšie ako 0,3, čo indikuje dobrú perspektívu spoločnosti do budúcnosti. V ďalších dvoch rokoch v predkrízovom období spadá skóre do zóny vysokej pravdepodobnosti bankrotu, napriek tomu sa však približuje k zóne priemernosti v intervale 0,2 až 0,3.

Napriek tomu, že najvyššiu váhu na vyčíslenie výsledného skóre má pomer výsledku hospodárenia a krátkodobých cudzích zdrojov, v prípade analyzovanej spoločnosti to bol pomer obežného majetku k cudzím zdrojom a pomeru tržieb a aktív spoločnosti. Z dôvodu charakteru podnikania spoločnosti a zanedbateľného pomeru k celkovým tržbám, sme pri výpočtoch abstrahovali od tržieb spadajúcich pod finančnú činnosť podniku. Vo všetkých sledovaných rokoch okrem roku 2005 mali obežné aktíva spoločnosti nižšiu hodnotu ako jej celkové záväzky.

V pokrízovom období má na základe Tafflerovho modelu výkonnosť analyzovanej spoločnosti klesajúcu tendenciu. Vo všetkých sledovaných rokoch okrem roku 2014 sa skóre nachádza v zóne vysokej pravdepodobnosti bankrotu. Kým však v rokoch 2010 a 2011 sa približuje k priemernej zóne, v najkritickejšom roku 2012 dosahuje negatívny charakter a v roku 2013 sa nachádza v nižšom pásme zóny vysokej pravdepodobnosti bankrotu.

Výrazný prepád v roku 2012 bol zapríčinený vplyvom vysokej straty v roku 2012 na úrovni viac ako 11 mil. EUR. Napriek horším výsledkom, záporného vlastného imania v rokoch 2012 a 2013 a predĺženiu spoločnosti, HB Reavis Management spol, s.r.o. získali v roku 2013 dlhodobý úver vo výške 40 mil. EUR.

V roku 2014 sa spoločnosť dostala do priemernej zóny v intervale 0,2 až 0,3. V najväčšej miere na tento fakt pôsobili opäť aj napriek zisku na úrovni 2,5 mil EUR pomer obežného majetku k cudzím zdrojom a pomer tržieb k aktívam spoločnosti. Zaujímavé

je, že tržby spoločnosti v porovnaní s rokom 2013 klesali, avšak hodnota celkových aktív spoločnosti v dôsledku zníženia obežného majetku klesala rýchlejším tempom, čo v konečnom dôsledku viedlo k takmer identickej hodnote ukazovateľa ako v roku 2013.

Tabuľka č. 14: Vzťah celkovej zadlženosti ku skóre podľa Tafflerovho modelu

Vzťah	Koeficient korelácie	Koeficient determinácie	Chyba strednej hodnoty
Celková zadlženosť ku skóre	0,4077	0,1662	0,0709
Dlhodobá zadlženosť ku skóre	0,6767	0,4580	0,0800

Zdroj: Vlastné spracovanie

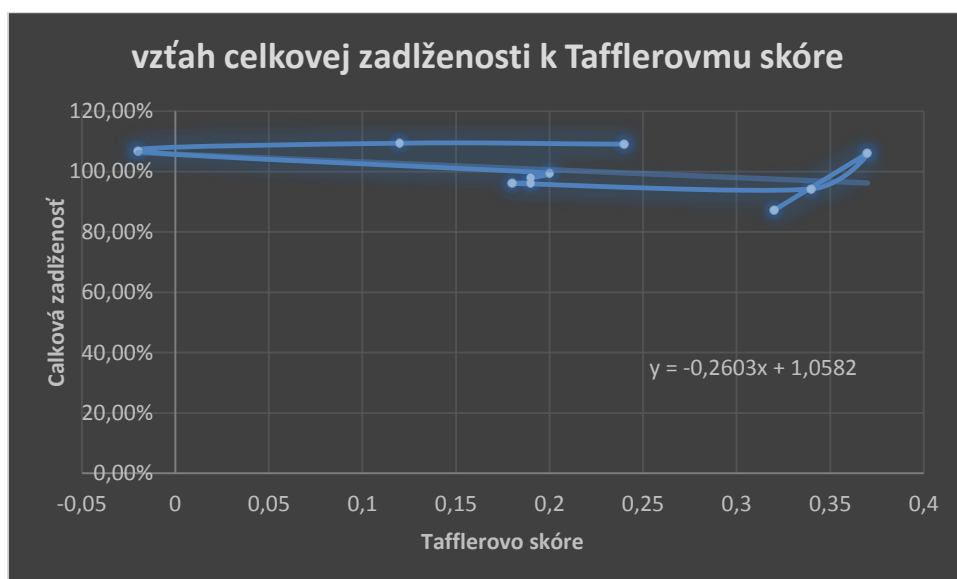
Na základe údajov z tabuľky sme dospeli k záveru, že medzi celkovou zadlženosťou aktív a skóre podľa tafflerovho modelu jestvuje na základe korelačného koeficientu slabý vzťah. Koeficient determinácie na úrovni 0,1662 vysvetľuje variabilitu celkovej zadlženosti len na úrovni 16,62 %, pričom zvyšok variability pripadá vplyvu iných náhodných ukazovateľov.

Podstatne silnejšia je závislosť medzi dlhodobou zadlženosťou aktív a skóre podľa Tafflerovho modelu. Taktiež takmer trojnásobne vyšší koeficient determinácie vysvetľuje podstatne vyššiu časť variability dlhodobej zadlženosti vo vzťahu ku skóre podľa Tafflerovho modelu. V prípade oboch skúmaných vzťahov je koeficient chybovosti nízky.

Silnejšia väzba na základe koeficientu korelácie medzi dlhodobou zadlženosťou a skóre sa môže zdať na prvý pohľad prekvapivá. Najvyššiu váhu vo vzťahu podľa Tafflerovho modelu predstavuje totiž pomer medzi výsledkom hospodárenia a krátkodobými cudzími zdrojmi. Tým, že spoločnosť má nízku hodnotu krátkodobých záväzkov vo vzťahu k celkovým záväzkom a záväzky spoločnosti tvoria predovšetkým dlhodobé záväzky je však výsledok logicky nadväzujúci na vyššie uvedené skutočnosti, ku ktorým sme dospeli pri analýze zadlženosti spoločnosti HB Reavis Management spol, s.r.o.

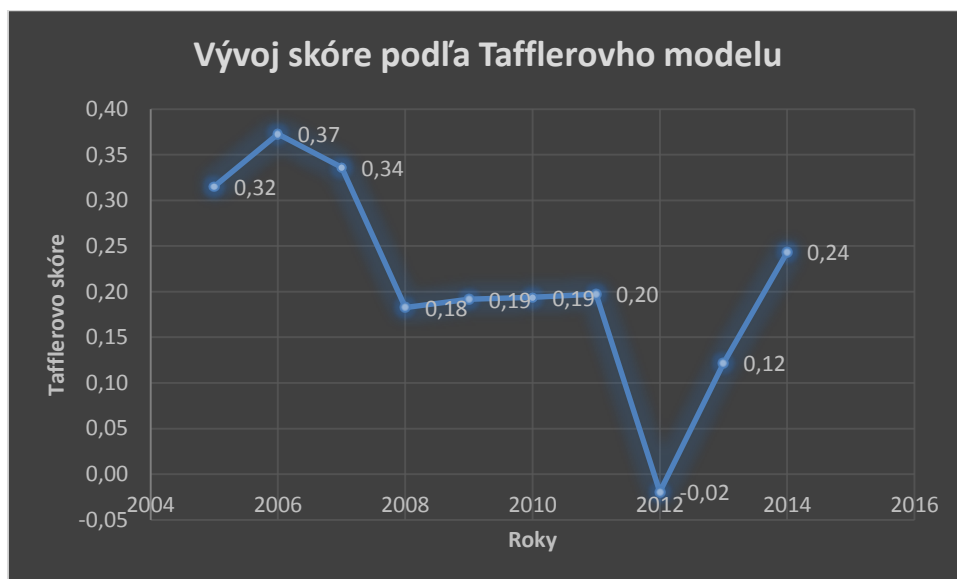
Rovnica regresnej priamky vyčíslená v grafe č. 4 hovorí, že v prípade ak by bola nezávislá premenná skóre podľa Tafflerovho modelu nulová, celková zadlženosť spoločnosti by bola na úrovni 105,82 %. S rastom tohto skóre klesá zadlženosť spoločnosti o 26,03 %. Táto skutočnosť logicky vyplýva z nepriamo úmerného charakteru vzťahu medzi zadlženosťou a skóre.

Graf. č.4: Vývoj celkovej zadlženosti a Tafflerovho skóre



Zdroj: Vlastné spracovanie

Graf. č.5: Vývoj skóre podľa Tafflerovho modelu



Zdroj: Vlastné spracovanie

Pomocou grafu skóre Tafflerovho modelu môžeme bilancovať celé skúmané obdobie, počas rokov 2005 až 2014. Z globálneho hľadiska je výkonnosť spoločnosti s výnimkou dvoch rokov uspokojivá. Na prvý pohľad by sme z grafu mohli usudzovať, že v spoločnosti sa finančná kríza v roku vôbec neprejavila, kedy sa síce v rokoch 2008 až 2011 nachádzala v zóne ohrozenia, no hodnotou bola bližšie v priemernej zóne v intervale 0,2 až 0,3. V roku 2012 zostúpila o dve celé pásma do zóny vysokej pravdepodobnosti bankrotu.

5 Diskusia

V predchádzajúcich častiach sme dospeli k záveru, že súvislosť medzi vývojom konjunktúry a celkovou zadlženosťou je na základe korelačného koeficientu relatívne zanedbateľná, slabá. Najsilnejšie väzby medzi determinantmi makroprostredia a ukazovateľmi zadlženosti spoločnosti sú najmä medzi celkovou zadlženosťou aktív a vývojom HICP. Vplyv daní, ktoré by sa po prvotnom uvážení mohli zdať ako najvplyvnejší determinant makroprostredia, bol v rámci skúmaných ukazovateľov na druhom mieste práve za infláciou meranou HICP. Hodnota korelačného koeficientu medzi celkovou zadlženosťou a sadzbou daní z príjmov právnických osôb však bola približne trojnásobne vyššia ako pri vzťahu medzi celkovou zadlženosťou a vývojom konjunktúry. Analýza vplyvu determinantov makroprostredia na finančnú štruktúru by bola komplexnejšia v prípade, keby sme skúmali aj vývoj referenčných sadzieb úrokových mier. Z dôvodu, že spoločnosť s výnimkou rokov 2013 a 2014 nevyužívala úročené bankové zdroje, sme od výskumu tohto vzťahu abstrahovali. Z hľadiska výskumu závislosti medzi ukazovateľmi z interného prostredia, kde sme zvolili ukazovateľ rentability aktív a celkovej zadlženosti, sme sa dopracovali k záveru, že vzťah medzi týmito veličinami je na základe korelačného koeficientu slabý. Vysoká variabilita vývoja jednotlivých ukazovateľov vo vzájomnom vzťahu v rámci sledovaného obdobia vychádza zo skutočnosti, že ukazovateľ ROA je ovplyvniteľný rozhodnutiami na úrovni podniku (znižovanie majetku odpredajom a podobne).

Skutočnosť, že z hľadiska externého prostredia má zmena HDP na spoločnosť malý vplyv je o to viac prekvapujúca, že spoločnosť podniká v cyklickom odvetví ako realitný developer v oblasti komerčných nehnuteľností, z prenájmu ktorých jej plynie najvyššia miera tržieb. Tvrdenie, že recesia spoločnosť ovplyvnila minimálne, vyplýva aj zo slov šéfa slovenskej časti Adriána Ráca v rozhovore pre Trend, kde na otázku, že sa zdá, že kríza HB Reavis spoločnosť neovplyvnila, odpovedal tak, že neovplyvnila a mali k dispozícii dostatok zdrojov. Naopak, spoločnosti práve kríza pomohla, najmä v prípadoch, kedy investori nemali dostatok prostriedkov na rozbehnutie svojich projektov, a tak ich spoločnosť HB Reavis odkúpila.⁵² V podmienkach Slovenska sa v pokrízovom období v rokoch 2010 až 2011, kedy tempo rastu HDP pokleslo a následne stagnovalo, spoločnosti podarilo dokončiť projekt CBC a následne rozbehnúť projekt Twin City v Bratislave. V oboch prípadoch sa jedná o kancelárske priestory, kde sú nájomcami nadnárodné spoločnosti ako AT&T, BMW,

⁵² MISTRÍK, Ľ. 2013. *Veľa zdrojov na malú krajinu* In *Electronic Journal of Trend* [online]. 2013. [cit. 2016-04-17]. Dostupné na internete: < <http://www.etrend.sk/trend-archiv/rok-2013/cislo-47/vela-zdrojov-na-malu-krajinu.htm>>. ISSN 1336-2674.

Canon, Swiss Re, či PwC.

Slová vedúceho slovenskej časti o zdrojoch potvrdzuje fakt, že spoločnosť financuje veľkú časť svojej aktivity pomocou dlhopisov, ktoré s výnimkou rokov 2013 a 2014, kedy spoločnosť získala úver vo výške 40 mil. EUR, tvoria v každom roku viac ako 90 % dlhodobých cudzích zdrojov. Emisia dlhopisov spoločnosti umožňuje zároveň získavať niekoľkonásobne vyššie cudzie zdroje ako by to bolo v prípade dlhodobého bankového úveru. Napríklad v roku 2012 bola hodnota vydaných dlhopisov na úrovni vyše 145 mil. EUR, teda vyše trojnásobne viac ako hodnota získaného dlhodobého bankového úveru v roku 2013. Najnižšia hodnota emitovaných dlhopisov v rámci sledovaných rokov 2005 až 2014 bola v roku 2006 na úrovni 31,3 mil. EUR.

Schopnosť získavania dlhodobých cudzích zdrojov formou dlhopisov môžeme považovať za jednu s najsilnejších stránok spoločnosti, ktorá sa prejavuje aj v mnohých iných ukazovateľoch spoločnosti. Pomocou týchto dlhodobých zdrojov spoločnosť financuje prevažnú časť svojho majetku, najmä krátkodobého majetku, ktorý tvorí v každom zo sledovaných rokov s výnimkou roku 2007 viac ako 50 % celkového majetku spoločnosti. Hodnota obežného majetku je v každom roku viac ako dvojnásobne vyššia než hodnota krátkodobých záväzkov, čo pozitívne vplýva na tvorbu ČPK a najmä likviditu spoločnosti. Najvyššiu hodnotu bežnej likvidity dosiahla spoločnosť v roku 2008, kedy predstavovala hodnotu 6,99.

Vysokú hodnotu ČPK z časti považujeme za slabú stránku spoločnosti. Z hľadiska štruktúry obežného majetku tvoria vždy viac ako 90 % pohľadávky. Z toho môžeme konštatovať, že spoločnosť nedrží vysokú hodnotu na najviac likvidných finančných účtoch, a teda zhodnocuje tento majetok efektívne, ale vysoká hodnota ČPK núti spoločnosť financovať pohľadávky pomocou dlhodobých cudzích zdrojov, ktoré zvyšujú náklady na financovanie. Preto je pre spoločnosť dôležitý efektívny manažment pohľadávok a mala by klásť dôraz na skracovanie doby inkasa pohľadávok, najmä voči klientom s nižšou vyjednávacou silou. Zároveň tým, že spoločnosť financuje veľkú časť obežného majetku pomocou dlhodobých zdrojov je prekapitalizovaná, a to aj napriek zápornému vlastnému imaniu v štyroch z desiatich sledovaných rokov.

Práve dlhodobo záporné vlastné imanie hodnotíme ako najväčšiu hrozbu spoločnosti, a to najmä v dôsledku prijatého dlhodobého bankového úveru v hodnote 40 mil. EUR. Spoločnosť dosiahla v štyroch za sebou nasledujúcich účtovných obdobiach v rokoch 2010 až 2014 stratu. V roku 2013 pritom spoločnosť odpredala pozemky v hodnote viac ako 58,7 mil. EUR. Kým vlastné imanie bolo až do roku 2011 aj napriek dosiahnutým stratám kladné,

výrazná strata v roku 2012 na úrovni viac ako 11,3 mil. EUR spôsobila prepád vlastného imania do červených čísel a predĺženie spoločnosti. Táto strata bola spôsobená najmä vysokou stratou z finančnej činnosti na úrovni viac ako 19,8 mil. EUR, vplyvom nákladových úrokov v absolútnej hodnote viac ako 20 mil. EUR.

Práve preto je zarážajúca skutočnosť, že napriek predĺženiu spoločnosti, absencie relevantného dlhodobého majetku a vysokým stratám získala spoločnosť v roku 2013 dlhodobý bankový úver. Dá sa predpokladať, že pri žiadosti o úver banka, resp. bankový syndikát zohľadnil fakt, že spoločnosť pôsobí v konsolidovanom celku a podstatná časť pohľadávok, ktoré si účtuje, sú práve pohľadávky v rámci konsolidovaného celku. Skupina v roku 2014 odpredala časti 3, 4 a 5 projektu CBC realitnému fondu spoločnosti Tatra Asset Management, ktorá je dcérskou spoločnosťou Tatra banky.⁵³ Práve v roku 2014 dosiahla spoločnosť po prvýkrát v rámci pokrízového obdobia zisk na úrovni 2,4 mil. EUR. Vplyvom strát minulých období však bolo vlastné imanie v zápornej hodnote na úrovni viac ako 11 mil. EUR, a preto tento zisk nepostačil na zníženie celkovej zadlženosti aktív na úroveň, ktorá by znamenala, že spoločnosť nie je predĺžená.

Z dôvodu, že vysoká dlhodobá zadlženosť spoločnosti v kombinácii so záporným vlastným imaním, najmä v ekonomicky ťažkých časoch, zvyšuje riziko insolventnosti spoločnosti, by bolo vhodné zo strany HB Reavis Management spol, s.r.o. zvážiť možnosti transformácie spoločnosti na akciovú spoločnosť, pričom majoritným akcionárom by bola materská spoločnosť HB Reavis v Luxembursku, ktorá by dokázala naliať dostatok zdrojov do spoločnosti. Aj vzhľadom na fakt, že spoločnosť napriek vyššie uvedeným skutočnostiam dokázala získať dlhodobý bankový úver, by to bola predovšetkým „kozmetická úprava“, ktorá by vyhovovala najmä veriteľom spoločnosti.

S využitím emitovania dlhopisov ako nástrojov financovania pomocou kapitálového trhu úzko súvisia vysoké nákladové úroky spoločnosti. Tie v jednotlivých rokoch tvoria najvyššiu časť celkových nákladov spoločnosti a po súčte výsledku hospodárenia z hospodárskej činnosti a finančnej činnosti dávajú v piatich z desiatich analyzovaných rokov výslednú stratu. Ak by sme vyčíslili podiel nákladových úrokov na celkových nákladoch spoločnosti súvisiacich s výsledkom hospodárenia z finančnej činnosti, dospeli by sme k záveru, že straty z finančnej činnosti spoločnosti v každom zo sledovaných rokov tvoria najmä nákladové úroky.

⁵³ SUCHÝ, D. 2014. *HB Reavis predal City Business Center*. In *Electronic Journal of Trend* [online]. 2014. [cit. 2016-04-29]. Dostupné na internete: < <http://www.etrend.sk/trend-archiv/rok-2013/cislo-47/vela-zdrojov-na-malu-krajinu.htm>>. ISSN 1336-2674.

Práve vďaka vysokým nákladovým úrokom vykazuje spoločnosť v každom zo sledovaných období vysokú hodnotu ukazovateľa EBITDA. S výnimkou roku 2007 predstavuje tento ukazovateľ v každom roku skúmaného obdobia približne 10 % z tržieb spoločnosti. V dôsledku skutočnosti, že dlhodobý majetok spoločnosti tvoria najmä pozemky, ktoré sa neodpisujú, je vplyv odpisov na ukazovateľ EBITDA s výnimkou roku 2009 zanedbateľný. V roku 2009 sa podieľali odpisy dlhodobého hmotného a dlhodobého nehmotného majetku na ukazovateli EBITDA v miere 15 %.

Všetky vyššie spomenuté skutočnosti, expanzia na zahraničné trhy, schopnosť manažmentu úspešne prekonať recesiú a kvalitné meno spoločnosti, ktorá pôsobí na trhu v súčasnosti vyše 20 rokov a stojí za mnohými významnými projektmi zrejme ovplyvnili to, že aj napriek dlhodobo zápornému vlastnému imaniu spoločnosť získala v roku 2013 dlhodobý bankový úver v stave, kedy bola predĺžená.

Vzhľadom na to, že úrokové miery sa nachádzajú v posledných rokoch na historických minimách, kedy hlavné refinančné operácie ECB, ktoré môžeme považovať za referenčné úrokové sadzby, dosahujú hodnoty 0,05 % a nižšie, by bolo vhodné podľa možností používať zo strany spoločnosti na financovanie dlhodobými cudzími zdrojmi práve bankové úvery.

Využívanie dlhodobých bankových úverov by malo kladný vplyv najmä na znižovanie strát z finančnej činnosti podniku, v dôsledku nižších úrokových nákladov ako v prípade emitovaných dlhopisov. Naopak, v prospech využívania dlhopisov hovorí možnosť získavania vyšších zdrojov v porovnaní s bankovými úvermi.

V každom prípade je nevyhnutné, aby spoločnosť aj v dôsledku financovania bankovými úvermi zvyšovala do budúcnosti hodnotu vlastného imania do kladných hodnôt. V dôsledku toho, že po vyčíslení pridanej hodnoty v každom zo sledovaných rokov znižujú výsledok hospodárenia z hospodárskej činnosti najmä mzdové náklady, je ďalšou z možností zvyšovania ziskov expanzia do zahraničia s lacnejšou, kvalifikovanou, pracovnou silou. Dá sa však predpokladať, že na úrovni skupiny, ktorá má podnikateľské činnosti aj na trhu realít v Spojenom kráľovstve, túto funkciu plnia práve organizácie na Slovensku. Kombinácia lacnej a kvalifikovanej pracovnej sily s aktivitami na trhu komerčných realít v krajinách západnej a strednej Európy poskytujú spoločnosti na úrovni konsolidovaného celku postavenie majoritných hráčov porovnateľných so spoločnosťami ako Ballymore Group, Skanska, Metro Properties, GTC, CBRE a Immofinanz Group.

Záver

V diplomovej práci sme si ako hlavný cieľ stanovili výskum vplyvu ekonomického makroprostredia na finančnú a kapitálovú štruktúru vybraného podniku. V poslednej kapitole sme pomocou pomerových finančných ukazovateľov a vybraných metód štatistického výskumu kvantifikovali vzťah medzi analyzovanou zadlženosťou a vybranými ukazovateľmi ekonomického makroprostredia.

V tejto časti sme pomocou korelačnej analýzy vyčíslili vzťah medzi analyzovanými ukazovateľmi a dospeli sme k záveru, že najsilnejšie väzby sú medzi zadlženosťou a infláciou, meranou pomocou HICP.

Vzhľadom na odvetvie, v ktorom podnik pôsobí, bolo zaujímavé zistiť vplyv vývoja konjunktúry na zadlženosť spoločnosti. V čase stagnácie, resp. poklesu HDP, sa zadlženosť spoločnosti zvyšovala. Taktiež dosahovala vysoké straty, ale najmä vplyvom výsledku hospodárenia z finančnej činnosti podniku.

Je nutné podotknúť, že niektoré ukazovatele makroprostredia nebolo možné vzhľadom na finančnú štruktúru analyzovanej spoločnosti skúmať. Táto skutočnosť vyplýva z toho, že spoločnosť využíva na financovanie z dlhodobých cudzích zdrojov najmä nástroje na kapitálovom trhu, a to dlhopisy.

Dospeli k záveru, že je nevyhnutné výskum realizovať na čo najpočetnejšej vzorke analyzovaných podnikov v súvisiacom odvetví. Výsledky vyplývajúce z výskumu relevantného počtu podnikov aj s ohľadom na použité štatistické metódy by v takom prípade podávali smerodajnejšie závery.

Zoznam použitej literatúry

KNÍŽNÉ PUBLIKÁCIE

- [1.] BALÁŽ,P. a kol. 2010. *Medzinárodný obchod*. Bratislava: Vydavateľstvo SPRINT dva, 2010. 546 s. ISBN 978-80-89393-18-3
- [2.] BREALEY,R.A. - MYERS, S.C. 1992. *Teorie a praxe firemních financí*. Praha: Vydavateľstvo East Publishing, s.r.o., 1992. 971 s. ISBN 80-85605-24-4
- [3.] KRÁĽOVIČ, J. - VLACHYNSKÝ, K. 2011. *Finančný manažment*. Bratislava: Iura Edition, 2011. 468 s. ISBN 978-80-8078-356-3.
- [4.] SIVÁK,R. - MIKÓCZIOVÁ, J. 2006. *Teória a politika kapitálovej štruktúry podnikateľských subjektov, 1.vydanie* Bratislava: Vydavateľstvo SPRINT - vfra, 2006. 273 s. ISBN 80-89085-63-6.
- [5.] SLÁVIK,Š. 2013. *Strategický manažment*. Bratislava: Vydavateľstvo SPRINT dva, 2013. 390 s. ISBN 978-80-89393-96-1
- [6.] ŠLOSÁROVÁ, A. 2012. *Základy účtovníctva*. Bratislava: Vydavateľstvo Ekonóm, 2012. 166 s. ISBN 978-80-225-3391-1.
- [7.] VALACH, M. 2005. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. Praha: Ekopress, 2005. 465 s. ISBN 80-86929-01-9
- [8.] VLACHYNSKÝ, K. a kol. 2006. *Podnikové financie*. Bratislava : Vydavateľstvo Iura Edition, 2006. 482 s. ISBN 80-8078- 029-3

ČASOPISY

- [1.] HRABOVSKÁ,Z. 2007. Analýza vplyvu vybraných determinantov kapitálovej štruktúry na vzorke malých a stredných podnikov v Slovenskej republike. In *Acta academica karviniensia*. ISSN 1212-415C, 2007, č. 1, s. 62
- [2.] KALUSOVÁ,L. – FETISOVOVÁ,E. 2015. Determinanty finančnej štruktúry slovenských malých a stredných podnikov. In *Ekonomický Časopis*. ISSN 0013-3035, 2015, roč. 63, č. 3, s. 290-291
- [3.] KANDEROVÁ, M. 2003. Zhodnotenie vplyvu determinantov kapitálovej štruktúry na vzorke podnikov v Slovenskej republike. In *E+E Ekonomie a management*. ISSN 1212-3609, 2003, roč. 6, č.3, s.36-43
- [4.] POLAVKOVÁ, J. 2000. Faktory pôsobiace na mieru zadlženosti slovenských podnikov. In *Ekonomický časopis*. ISSN 0013-3035, 2000, roč. 48, č. 3, s. 355

INTERNETOVÉ ZDROJE

- [1.] KLENOVSKÝ, M. 2014. *Draghi konečne predstavil svetu európske finančné injekcie* In *Electronic Journal of Trend* [online]. 2014. [cit. 2016-04-17]. Dostupné na internete: <<http://blog.etrend.sk/matej-klenovsky/draghi-konecne-predstavil-svetu-eurpske-finance.injekcie.html>>. ISSN 1336-2674.
- [2.] MISTRÍK, Ľ. 2010. *HB Reavis mierne upravil CBC* In *Electronic Journal of Trend* [online]. 2010. [cit. 2016-04-13]. Dostupné na internete: <<http://reality.etrend.sk/komercne-nehnutelnosti/hb-reavis-mierne-upravil-cbc.html>>. ISSN 1336-2674.
- [3.] MISTRÍK, Ľ. 2011. *Forum na Bajkalskej bude mať 17 podlaží* In *Electronic Journal of Trend* [online]. 2010. [cit. 2016-04-13]. Dostupné na internete: <<http://reality.etrend.sk/komercne-nehnutelnosti/forum-na-bajkalskej-bude-mat-17-podlazi.html>>. ISSN 1336-2674.
- [4.] MISTRÍK, Ľ. 2013. *Veľa zdrojov na malú krajinu* In *Electronic Journal of Trend* [online]. 2013. [cit. 2016-04-17]. Dostupné na internete: <<http://www.etrend.sk/trend-archiv/rok-2013/cislo-47/vela-zdrojov-na-malu-krajinu.htm>>. ISSN 1336-2674.
- [5.] NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA. 2006. *Výročná správa 2006*. In *Electronic Annual report of Slovak central bank* [online]. 2006. [cit. 2016-03-17]. Dostupné na internete: <<https://www.nbs.sk/img/Documents/MPOL%5C2006.PDF>>. ISBN 978-80-8043-113-6.
- [6.] NÁRODNÁ BANKA SLOVENSKA. 2009. *Výročná správa 2009*. In *Electronic Annual report of Slovak central bank* [online]. 2009. [cit. 2016-03-17]. Dostupné na internete: <<https://www.nbs.sk/sk/menova-politika/menova-politika.ecb-od-roku-2009>>. ISBN 978-80-8043-154-9.
- [7.] SITA. 2012. *Smer pochoval rovnú daň* In *Electronic Journal of Trend* [online]. 2012. [cit. 2016-03-03]. Dostupné na internete: <<http://www.etrend.sk/ekonomika/smer-pochoval-rovnu-dan.html>>. ISSN 1336-2674.
- [8.] SITA. 2014. *Firmám sa znižuje daň z 23 na 22 percent* In *Electronic Journal of Pravda* [online]. 2014. [cit. 2016-03-03]. Dostupné na internete: <<http://profesia.pravda.sk/zivnost/clanok/304031-firmam-sa-znizuje-dan-z-23-na-22-percent/>>. ISSN 1335-4050.
- [9.] SOLÍK, J. 2014. *Daňové licencie pre právnické osoby* In *www.podnikajte.sk* [online]. 2014. [cit. 2016-03-03]. Dostupné na internete: <<https://www.podnikajte.sk/dane-a-uctovnictvo/c/1193/category/dan-z-prijmov/article/danove-licencie-2014.xhtml>>.

[10.]SUCHÝ, D. 2014. *HB Reavis predal City Business Center*. In *Electronic Journal of Trend* [online]. 2014. [cit. 2016-04-29]. Dostupné na internete: < <http://www.etrend.sk/trend-archiv/rok-2013/cislo-47/vela-zdrojov-na-malu-krajinu.htm>>. ISSN 1336-2674.