

**EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
NÁRODOHOSPODÁRSKA FAKULTA**

Evidenčné číslo: 101006/I/2024/36124042120598788

**TEORETICKÉ PRÍSTUPY K OPTIMÁLNEJ KAPITÁLOVEJ
ŠTRUKTÚRE PODNIKATEĽSKÝCH SUBJEKTOV A ICH
APLIKÁCIA**

Diplomová práca

2024

Bc. Richard Vadovič

**EKONOMICKÁ UNIVERZITA V BRATISLAVE
NÁRODOHOSPODÁRSKA FAKULTA**

**TEORETICKÉ PRÍSTUPY K OPTIMÁLNEJ KAPITÁLOVEJ
ŠTRUKTÚRE PODNIKATEĽSKÝCH SUBJEKTOV A ICH
APLIKÁCIA**

Študijný program: Financie a dane

Študijný odbor: Ekonómia a manažment

Školiace pracovisko: Katedra financií, NHF EU v Bratislave

Vedúci záverečnej práce Dr. h. c. prof. Ing. Rudolf Sivák, PhD.

ČESTNÉ VYHLÁSENIE

Čestne vyhlasujem, že som diplomovú prácu vypracoval samostatne, a že som uviedol všetku použitú literatúru v zozname použitej literatúry.

Bratislava 1. 5. 2024

.....

Richard Vadovič

POĎAKOVANIE

Ďakujem vedúcemu mojej diplomovej práce Dr. h. c. prof. Ing. Rudolfovi Sivákovi, PhD. za odbornú pomoc, cenné pripomienky a usmernenie pri spracovaní diplomovej práce.

ABSTRAKT

VADOVIČ, Richard: *Teoretické prístupy k optimálnej kapitálovej štruktúre podnikateľských subjektov a ich aplikácia*. – Ekonomická univerzita v Bratislave. Národohospodárska fakulta ;Katedra financií. – Dr. h. c. prof. Ing. Rudolf Sivák, PhD., – Bratislava: NHF, 2024, počet strán 63.

Cieľom záverečnej práce bolo zmapovať teoretické prístupy k optimálnej štruktúre podnikateľských subjektov a aplikovať ich na konkrétne väzby medzi kapitálovou štruktúrou a činnosťou podnikateľských subjektov. Hlavný cieľ práce sme napĺňali nasledovnými čiastkovými cieľmi práce, a to

1. Analyzovať teoretické východiská kapitálovej štruktúry podnikateľských subjektov na základe teoretických prístupov,
2. Skúmať väzby optimálnej kapitálovej štruktúry a výkonnosti akciových spoločností,
3. Analyzovať vzájomné súvislosti medzi kapitálovou štruktúrou, majetkovo-finančnou stabilitou, nákladmi kapitálu, rizikom a oceňovaním podnikateľského subjektu a zároveň uvádzať praktickú aplikáciu na príkladoch týchto väzieb.

V diplomovej práci sme využili nasledovnú metodiku a metódy skúmania:

- a) dôkladne sme preskúmali teoretické prístupy optimálnej kapitálovej štruktúre na základe nám dostupných materiálov,
- b) porovnali sme jednotlivé názory na optimálnu štruktúru kapitálovej štruktúry podľa názorov odborných autorít v tejto oblasti,
- c) využili sme metódu analýzy a syntézy pri sumarizácii. V časti výsledky práce a diskusia sme rozoberali vzájomné súvislosti medzi kapitálovou štruktúrou a majetkovou stabilitou podnikateľského subjektu ako aj dôležitú skutočnosť a to otázky optimálnej kapitálovej štruktúry a nákladov kapitálu. Výsledkom našej práce bolo dokumentovať tieto vzťahy vrátane otázok optimálnej kapitálovej štruktúry a prevádzkového a finančného rizika ako aj oceňovania podnikateľských subjektov.

Kľúčové slová:

Kapitálová štruktúra, podnikateľský subjekt, kapitál, trhová hodnota, náklady

ABSTRACT

VADOVIČ, Richard: *Theoretical approaches to the optimal capital structure of business entities and their application*. – Ekonomic univerzity in Bratislava. Faculty of National economy ;Department of finance. – Dr. h. c. prof. Ing. Rudolf Sivák, PhD., – Bratislava: NHF, 2024, number of pages 63.

The goal of the final thesis was to map theoretical approaches to the optimal structure of business entities and apply them to specific links between the capital structure and the activity of business entities. We fulfilled the main goal of the work with the following sub-goals, namely:

1. To analyze the theoretical basis of the capital structure of business entities based on theoretical approaches,
2. Investigate the links between the optimal capital structure and the performance of joint-stock companies,
3. To analyze the interrelationships between the capital structure, asset-financial stability, capital costs, risk, and valuation of a business entity and, at the same time, to present a practical application of these links using examples.

In the diploma thesis, we used the following methodology and research methods:

- a) We thoroughly examined theoretical approaches to the optimal capital structure based on the materials available to us,
- b) We compared individual opinions on the optimal structure of the capital structure according to the opinions of professional authorities in this area,
- c) We used the methods of analysis and synthesis when summarizing. In the results and discussion section, we discussed the interrelationships between the capital structure and the property stability of the business entity, as well as an important fact, namely the issues of the optimal capital structure and the cost of capital. The result of our work was to document these relationships, including issues of optimal capital structure and operational and financial risk, as well as the valuation of business entities.

Key words:

Capital structure, business entity, capital, market value, costs

OBSAH

ÚVOD.....	9
1 Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí.....	10
1.1 Teoretické východiská kapitálovej štruktúry podnikateľských subjektov	10
1.2 Prehľad vybraných teórií kapitálovej štruktúry podnikateľských subjektov	14
1.2.1 Modigliani – Miller a empirické dôkazy teórie	14
1.2.2 Teória kompromisu (Trade off model) a empirické dôkazy teórie	17
1.2.3 Teória agentúrnych nákladov a empirické dôkazy teórie.....	19
1.2.4 Teória hierarchického usporiadania (Pecking order) a empirické dôkazy	20
1.2.5 Teória signalizácie a empirické dôkazy	21
1.2.6 Prehľad vybraných teórií kapitálovej štruktúry – výhody, optimalita, špecifiká použitia.....	22
1.3 Optimálna kapitálová štruktúra a jej vplyv na výkonnosť spoločnosti.....	23
1.4 Determinanty kapitálovej štruktúry a výkonnosti spoločnosti vo vzťahu k osobitým a inovatívnym formám financovania	24
2 Cieľ práce, metodika a metódy skúmania.....	28
2.1 Cieľ práce.....	28
2.2 Metodika a metódy skúmania	28
3 Výsledky práce a diskusia.....	29
3.1 Vzájomné súvislosti medzi kapitálovou štruktúrou a majetkovo finančnou stabilitou podnikateľského subjektu	29
3.2 Optimálna kapitálová štruktúra, majetkovo finančná stabilita a zlaté bilančné pravidlo	30
3.3 Optimálna kapitálová štruktúra a náklady kapitálu	34
3.4 Optimálna kapitálová štruktúra a náklady kapitálu – praktická aplikácia	41
3.5 Optimálna kapitálová štruktúra a prevádzkové a finančné riziko.....	46
3.6 Vplyv rizika na optimálnu kapitálovú štruktúru – praktická aplikácia.....	49
3.7 Kapitálová štruktúra a oceňovanie podnikateľského subjektu	56
ZÁVER	61
Zoznam použitej literatúry:.....	62

ÚVOD

Téma diplomovej práce je mimoriadne aktuálna a zaujímavá najmä v súčasnom období. Otázky optimálnej kapitálovej štruktúry predstavujú kombináciu vlastného a cudzieho kapitálu, ktorým je financovaná činnosť podniku. Jej dôležitosť súvisí so schopnosťou podnikateľského subjektu uspokojiť potreby všetkých zúčastnených strán.

Prvá kapitola je zameraná na vybrané teórie kapitálovej štruktúry s dôrazom na teóriu autorov Modigliani a Miller. Uvádzame v nej aj ďalšie teórie a to teóriu kompromisu, teóriu agentúrnych nákladov, teóriu hierarchického usporiadania a teóriu signalizácie a empirických dôkazov.

Záver kapitoly tvoria otázky optimálnej kapitálovej štruktúry a jej vplyv na výkonnosť spoločnosti ako aj problematika determinantov kapitálovej štruktúry a výkonnosti spoločnosti vo vzťahu k osobitným a inovatívnym formám financovania. Ďalšia časť práce je zameraná na cieľ práce, metodiku práce a metódy skúmania.

Jadro práce tvorí časť výsledky práce a diskusia. V nej sme sa zamerali na praktickú aplikáciu teoretických prístupov k optimálnej kapitálovej štruktúre podnikateľských subjektov a skúmali sme vzájomné súvislosti medzi kapitálovou štruktúrou a majetkovo-finančnou stabilitou podnikateľských subjektov. Sústredili sme sa na riešenie optimálnej kapitálovej štruktúry, majetkovo-finančnej stability, zlaté bilančné pravidlo a optimálnu kapitálovú štruktúru a väzby medzi optimálnou kapitálovou štruktúrou a nákladmi kapitálu. Tieto skutočnosti sme dokumentovali na praktických príkladoch. Zároveň sme rozoberali aj otázky optimálnej kapitálovej štruktúry a prevádzkového a finančného rizika vrátane praktických príkladov. Posledná časť tejto časti je zameraná na otázky kapitálovej štruktúry a oceňovania podnikateľských subjektov. V závere diplomovej práce sme zhrnuli poznatky, ktoré z teoretickej a praktickej časti znamenajú výsledok diplomovej práce.

1 Súčasný stav riešenej problematiky doma a v zahraničí

1.1 Teoretické východiská kapitálovej štruktúry podnikateľských subjektov

Otázka optimálnej kapitálovej štruktúry je jedným z významných problémov podnikateľských subjektov. Na vývoj a súčasný stav kapitálovej štruktúry má vplyv celý rad faktorov, ako napríklad štruktúra majetku, štruktúra vlastníkov, výnosnosť podnikania a pôsobenie vonkajšieho podnikateľského prostredia. Na jej charakteristiku má odborná literatúra dva prístupy, môže ju buď stotožňovať s finančnou štruktúrou, alebo pojmy kapitálová a finančná štruktúra rozlišuje. V rámci tejto záverečnej práce budeme tieto dva pojmy rozlišovať. Pod finančnou štruktúrou budeme chápať podiel jednotlivých zdrojov financovania na celkových finančných zdrojov podniku a pod kapitálovou štruktúrou iba dlhodobé zdroje financovania, kapitálová štruktúra je tak súčasťou finančnej štruktúry.

Podobný názor má aj J. Valach, podľa ktorého „Kapitálová štruktúra podniku je vo finančnej teórii charakterizovaná ako štruktúra dlhodobého kapitálu (finančných zdrojov), z ktorých je financovaný dlhodobý majetok, tzn. fixný majetok a trvalá časť majetku obežného¹⁴“ (Sivák a kol., 2019, s.11). Finančná štruktúra je podľa jeho názoru štruktúra celkového podnikového kapitálu, ktorým je financovaný celkový majetok podniku. Podobný názor zastáva aj K. Vlachynský, podľa ktorého je finančná štruktúra širší pojem ako kapitálová štruktúra. S iným názorom sa možno stretnúť u M. Syneka, ktorý tieto dva pojmy stotožňuje. Kapitálovou (finančnou) štruktúrou podniku rozumie štruktúru zdrojov (pôvod, prameň), z ktorých majetok podniku vznikol. Ak vložil kapitál do podniku sám podnikateľ (zakladateľ) alebo skupina podnikateľov, hovoríme o vlastnom kapitále. V prípade, ak vložil kapitál do podniku veriteľ (napr. banka), jedná sa o cudzí (úverový, dlhový) kapitál. Zaujímavý je aj názor Brealeyho a Myersa, ktorí vidia kapitálovú štruktúru ako zmes rôznych cenných papierov podniku. Nastavenie kapitálovej štruktúry je v podstate otázka marketingu. Podnik môže vydať množstvo rôznych cenných papierov a v rôznych kombináciách, ale sa snaží nájsť takú kombináciu, pri ktorej je maximálna tržobná hodnota podniku.

¹⁴ SIVÁK, Rudolf a kol. Kapitálová štruktúra podnikateľských subjektov. 2. vyd. Bratislava: Sprint 2, 2019. 399 s. ISBN 978-80-89710-23-2.

Aj napriek tomu, že uvedené názory na kapitálovú štruktúru sú rozdielne, zhodujú sa v tom, že kapitálová štruktúra je výsledkom dlhodobej finančnej politiky podniku. Podnik môže získavať dlhodobé finančné prostriedky rôznymi spôsobmi. Okrem využívania vnútorných zdrojov má podnik k dispozícii mnoho foriem financovania z vonkajších zdrojov. Medzi základné finančné nástroje patria kmeňové akcie, fixné úročné dlhopisy a dlhodobé úvery, ďalej existujú aj ich rôzne obmeny, ako napríklad dlhopisy s pohyblivou úrokovou mierou alebo dlhopisy s nulovým kupónom, a taktiež ďalšie hybridné finančné nástroje s prvkami cudzieho, tak ako aj akciového kapitálu, ako napríklad prioritné akcie a konvertibilné dlhopisy. Z dôvodu veľkého množstva rôznych foriem dlhodobých finančných zdrojov je nastavenie optimálnej kapitálovej štruktúry zložitým a komplexným problémom. „Preto sa väčšinou teórie kapitálovej štruktúry podniku zamerali najmä na určenie optimálneho pomeru medzi fixne úročným cudzím kapitálom a vlastným kapitálom a v prevažnej miere sa obmedzujú len na akciové spoločnosti, ktorých akcie a dlhopisy sú obchodovateľné na kapitálovom trhu“²(Sivák a kol., 2019, s.12).

Podnik na svoju podnikateľskú činnosť potrebuje hmotné a ostatné hospodárske prostriedky, ako napríklad budovy, stroje, suroviny. Konkrétne zloženie týchto prostriedkov sa označuje pod pojmom majetok, ktorého jednotlivé položky vyjadrujú jeho aktíva. Na to, aby podnik dokázal získať potrebné aktíva, musí mať k dispozícii finančné zdroje (kapitál). Kapitál môže byť vlastný kapitál alebo cudzí. Majetok dokumentuje to, čo podnik vlastní a kapitál vyjadruje, že kto vlastní tento majetok. V súvahe podniku na ľavej strane nájdeme konkrétne zloženie majetku podniku a na pravej strane zloženie zdrojov. Súčet týchto strán sa musí rovnať, aby bola splnená bilančná rovnica.

Pod majetkovou štruktúrou podniku sa rozumie súhrn všetkých hmotných statkov, peňazí, pohľadávok a ďalších majetkových hodnôt, ktoré slúžia k podnikateľskej činnosti. Majetok podniku môžeme rozdeľovať podľa dĺžky doby, počas ktorej je majetok podniku v prevádzke a kým sa vráti v podobe peňazí naspäť do podniku. Majetok podniku sa člení na neobežný a obežný majetok. Neobežný majetok je v podniku k dispozícii dlhodobo a zahŕňa dlhodobý nehmotný majetok, dlhodobý hmotný majetok a dlhodobý finančný majetok. Obežný majetok je krátkodobej povahy a jeho zloženie a štruktúra sa rýchlo mení. Patria sem zásoby určené na spotrebu a predaj, dlhodobé a krátkodobé pohľadávky

² SIVÁK, Rudolf a kol. Kapitálová štruktúra podnikateľských subjektov. 2. vyd. Bratislava: Sprint 2, 2019. 399 s. ISBN 978-80-89710-23-2.

a finančné účty. V účtovníctve sa berie do úvahy aj časové rozlíšenie, čo sú náklady a príjmy budúcich období. Na majetkovú štruktúru podniku vplýva odvetvie, typ a finančná politika podniku. V podnikoch náročných na výrobu, ako napríklad elektrárne, prevažuje neobežný majetok, a naopak v prevádzkovo náročných podnikoch prevažuje obežný majetok. Dôležitou úlohou pri riadení podniku je stanovenie výšky obežného majetku. Optimálna výška obežného majetku je taká, pri ktorej je zabezpečený normálny chod podniku pri čo najnižších nákladoch.

Pri majetku podniku je potrebné brať do úvahy jeho likviditu, čo je schopnosť majetku premeniť sa rýchlo a bez väčších strát na peňažné prostriedky. Najviac likvidným majetkom sú peniaze a najmenej likvidným sú stroje a budovy. Likvidita podniku vyjadruje jeho schopnosť uhrádzať jeho záväzky a je predpokladom jeho finančnej stability. Pri dlhodobu nízkej likvidite podniku dochádza k jeho platobnej neschopnosti, čiže podnik nie je schopný platiť svoje dlhy v požadovanom termíne. Nadbytočne vysoká likvidita je pre podnik tiež nevýhodná. Na jednej strane podniku nehrozí platobná neschopnosť, avšak podnik dosahuje nízku výnosnosť, pretože výnosnosť podniku zvyšujú hlavne nízko likvidné aktíva, akými sú napríklad stroje, technológie a materiál. Podnik sa musí preto usilovať o optimálnu likviditu a optimálnu štruktúru majetku, pri ktorej je súčasne dostatočne vysoká likvidita a aj rentabilita. Likvidita a rentabilita sú dôležité kritéria finančného zdravia podniku.

Finančná (kapitálová - podľa niektorých odborných názorov) predstavuje štruktúru zdrojov, ich pôvod a prameň, z ktorých vznikol majetok podniku. Súvaha rozdeľuje kapitál z hľadiska vlastníctva na vlastný a cudzí. Vlastný kapitál vložil do podniku príslušný podnikateľ, cudzí kapitál bol do podniku vložený veriteľom, napríklad bankou. Vlastný kapitál patrí majiteľom podniku a je hlavným nositeľom podnikateľského rizika. Čím je vyšší podiel vlastného kapitálu pri celkovom kapitály podniku, tým podnik vykazuje vyššiu finančnú istotu a nezávislosť. Vlastný kapitál je meniacou sa veličinou, ktorá sa mení v závislosti od výsledku hospodárenia v danom období. V prípade dosiahnutia zisku podniku vlastný kapitál rastie, a naopak v prípade straty klesá. Cudzí kapitál predstavuje pre podnik dlh, ktorý musí byť v určitej dobe splatený. Cudzí kapitál sa delí podľa dĺžky doby jeho splatnosti na krátkodobý cudzí kapitál (do jedného roku) a dlhodobý cudzí kapitál (dlhšie ako jeden rok). Cudzí kapitál nie je poskytovaný podniku „zadarmo“, ale podnik musí zaplatiť úrok a ostatné náklady (bankové poplatky), ale napriek tomu je cudzí kapitál zvyčajne lacnejší ako vlastný kapitál. Vo všeobecnosti platí, že krátkodobý cudzí kapitál je

lacnejší ako dlhodobý cudzí kapitál. Najdrahší je kapitál získaný emisiou akcií, avšak je najmenej rizikový.

Do kapitálovej štruktúry patrí dlhodobý vlastný a dlhodobý cudzí kapitál, do finančnej štruktúry patrí ešte aj krátkodobý cudzí kapitál. Optimálny pomer medzi cudzím a vlastným kapitálom je v rozličných podnikoch odlišný. V priemyselných podnikoch prevláda vlastný kapitál, v obchodných podnikoch je to približne na polovicu a v peňažných podnikoch prevláda cudzí kapitál. Čím má podnik vyšší a stabilnejší výnos, tak tým si môže dovoliť viac cudzieho kapitálu. Používanie cudzieho kapitálu pôsobí ako páka, ktorou manažment podniku zvyšuje výnosnosť vlastného kapitálu, ale tým zároveň aj zvyšuje jeho rizikovosť. Tento efekt pôsobenia cudzieho kapitálu sa nazýva finančná páka. „Štruktúra podnikového majetku je do značnej miery závislá od odboru podnikania. Pre jednotlivé odbory je typický istý podiel a štruktúra dlhodobého majetku, istý podiel a štruktúra zásob a pohľadávok³“ (Vlachynský a kol., 2006, s.88). Z tohto dôvodu je potrebné prispôbiť kapitálovú (finančnú) štruktúru majetkovej štruktúre podniku a nie naopak.

Dôležitým predpokladom správneho fungovania podniku je jeho majetkovo-finančná stabilita. „Majetkovo-finančnou stabilitou rozumieme schopnosť podniku vytvárať a trvalo udržiavať (cez zmeny v činnosti podniku) správny vzťah medzi majetkom a používaným kapitálom⁴“ (Valach a kol., 1999, s. 71). Pri jej skúmaní sa riešia tri otázky:

1. Riešenie a analýza pomeru medzi jednotlivými zložkami majetku (majetková štruktúra podnikateľského subjektu)
2. Riešenie pomeru medzi jednotlivými druhmi používaného kapitálu (finančná štruktúra podnikateľského subjektu)
3. Riešenie vzájomného vzťahu medzi jednotlivými zložkami majetku a jednotlivými druhmi používaného kapitálu ⁵

(Sivák a kol., 2009, s.13)

³ VLACHYNSKÝ, Karol a kol. Podnikové financie. 5. vyd. Bratislava: IURA Edition, 2006. 482 s. ISBN 80-8078-029-3

⁴ VALACH, Jozef a kol. Finanční řízení podniku. 2. vyd. Praha: Ekopress, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1

⁵ SIVÁK, Rudolf – MIKÓCZIOVÁ, Jana. Teória a politika kapitálovej štruktúry podnikateľských subjektov. 2. vyd. Bratislava: Sprint dva, 2009. 302 s. ISBN 978-80-89393-06-0.

1.2 Prehľad vybraných teórií kapitálovej štruktúry podnikateľských subjektov

Kapitálová štruktúra je v podstate kombinácia vlastného a cudzieho kapitálu, ktorým je financovaná činnosť podniku. Kapitálová štruktúra firmy je veľmi dôležitá, pretože súvisí s jej schopnosťou uspokojovať potreby všetkých zúčastnených strán. Téma kapitálovej štruktúry je ešte stále nedoriešená a odborníci stále pokračujú v jej analýze a pokúšajú sa zistiť, či existuje nejaká optimálna kapitálová štruktúra. Prvými autormi, ktorí sa zaoberali témou optimálnej kapitálovej štruktúry sú Modigliani a Miller. Títo autori predstavili v roku 1952 MM model a neskôr tento model rozšírili o daň z príjmov podniku. Svojím dielom tak prispeli ku vzniku modernej teórie podnikových financií. Na MM modeloch neskôr stavia základný kompromisný model a kompromisný model rozšírený o agentské náklady. Tieto modely rozširujú MM modely o ďalšie faktory a na kapitálovú štruktúru tak dávajú realistickejší obraz. Ako alternatívny pohľad na kapitálovú štruktúru podniku poskytuje teória hierarchického usporiadania, ktorá tak dopĺňa kompromisné modely. Teória hierarchického usporiadania patrí ku signalizačným modelom a nehovorí o konkrétnej kapitálovej štruktúre podniku, ale o tom, ako sa k nej podnik dopracoval.

1.2.1 Modigliani – Miller a empirické dôkazy teórie

Modigliani a Miller prišli so základmi optimálnej kapitálovej štruktúry, keď v roku 1958 publikovali teoretický model kapitálovej štruktúry – MM model. Týmto modelom položili základy modernej teórie podnikových financií. MM model analyzuje vzťah medzi trhovou hodnotou podniku a jeho kapitálovou štruktúrou na dokonale fungujúcom kapitálovom trhu. Cieľom tohto modelu je nájsť optimálnu kapitálovú štruktúru, pri ktorej je maximálna trhovú hodnota vlastného kapitálu (trhovú hodnotu podniku) a minimálna miera priemerných nákladov kapitálu. To, že maximalizácia trhovej hodnoty vlastného kapitálu znamená aj maximalizáciu trhovej hodnoty podniku, platí iba za predpokladov, že dividendová politika podniku je nepodstatná a že zmena trhovej hodnoty podniku sa prejaví iba na zmene trhovej hodnoty vlastného kapitálu – úroková miera je konštantná pri emisii nového dlhu. A taktiež pri predpoklade, že minimalizácia miery priemerných nákladov maximalizuje trhovú hodnotu podniku a nemôže mať kapitálová štruktúra vplyv na prevádzkový zisk podniku. MM model ďalej vychádza z predpokladov, že: prístup na

kapitálový trh a k všetkým informáciám je voľný a bezplatný, neexistujú dane a transakčné náklady, očakávania investorov na výnosnosť a rizikovosť podnikov sú rovnaké, „všetci investori uvažujú a správajú sa racionálne, t.j. maximalizujú čistú súčasnú hodnotu svojho investičného portfólia, investorov je taký veľký počet, že svojimi individuálnymi transakciami nemôžu ovplyvniť trhové podmienky, cenné papiere možno ľubovoľne deliť“⁶ (Sivák a kol., 2019, s. 110). Jednotlivci a podniky môžu získať alebo poskytnúť úver za jednotnú bezrizikovú úrokovú mieru, náklady finančných ťažkostí sú nulové – nevznikajú ekonomické straty pri likvidácii podniku, pretože aktíva sa dajú okamžite predat’ bez transakčných nákladov. Podniky sa dajú rozdeliť do rizikových tried, kde majú rovnaké prevádzkové riziko a rovnakú rentabilitu aktív. Podniky môžu byť financované iba kmeňovými akciami (ich výnosnosť je riziková) a dlhopismi s bezrizikovou úrokovou sadzbou a nekonečnou dobou splatnosti, rast podniku je nulový (v každom období je rovnaký prevádzkový zisk), celý čistý zisk podniku je vyplatený akcionárom vo forme dividend. Cieľom manažérov je maximalizácia trhovej hodnoty podniku (trhovej hodnoty vlastného kapitálu).

Modigliani a Miller vypracovali dva modely, a to základný MM model v roku 1958 a v roku 1963 uviedli rozšírený MM model, ktorý v ňom zahŕňa aj daň z príjmu. Podľa základného MM modelu kapitálová štruktúra nemá vplyv na trhovú hodnotu podniku. Trhová hodnota podniku je daná výškou očakávaného prevádzkového zisku a rizikovosťou tohto výnosu. Trhová hodnota podniku tak nezávisí od miery jeho zadlženosti, zadlžený podnik má tak rovnakú trhovú hodnotu ako nezadlžený podnik s rovnakým prevádzkovým rizikom a rovnakým očakávaným ziskom. Optimálna kapitálová štruktúra tak podľa základného MM modelu neexistuje. „Rast nákladov vlastného kapitálu pri zvyšujúcom sa zadlžení podniku prekrýva vplyv rastúceho podielu lacnejších cudzích zdrojov a priemerné náklady celkového kapitálu sa pri meniacej sa kapitálovej štruktúre nemenia. Preto z hľadiska nákladov kapitálu nemožno určiť optimálnu kapitálovú štruktúru“⁷ (Vlachynský a kol., 2006, s. 92-93). „Požadovaná miera výnosu vlastného kapitálu sa rovná miere výnosu závislej od prevádzkového rizika, ktorú by akcionári požadovali, keby bol podnik financovaný výlučne vlastným kapitálom, zvýšenej o prirážku za finančné riziko spôsobené

⁶ SIVÁK, Rudolf a kol. Kapitálová štruktúra podnikateľských subjektov. 2. vyd. Bratislava: Sprint 2, 2019. 399 s. ISBN 978-80-89710-23-2.

⁷ VLACHYNSKÝ, Karol a kol. Podnikové financie. 5. vyd. Bratislava: IURA Edition, 2006. 482 s. ISBN 80-8078-029-3

zadlženosťou podniku⁸“ (Sivák a kol., 2019, s.113). Čím viac podnik využíva lacnejší cudzí kapitál, tým je vyššia táto riziková prirážka a vlastný kapitál sa stáva drahším. Zvyšovanie mieri zadlženosti síce zvyšuje požadovaný výnos vlastného kapitálu, avšak cena akcie zostáva rovnaká, pretože sa zároveň zvyšuje očakávaný čistý zisk pripadajúci na jednu akciu, tieto účinky sa tak navzájom presne rušia.

V rozšírenom MM modeli sa počíta aj s existenciou dane z príjmu, ktorá je však rovnaká pre všetky podniky. Podľa tohto modelu sa trhovú hodnotu podniku zvyšuje so zvyšovaním miery zadlženosti podniku. Trhovú hodnotu zadlženého podniku sa rovná trhovej hodnote nezadlženého podniku s tým istým prevádzkovým ziskom a rizikom, plus daňová úspora z úrokov, označovaná aj ako úrokový daňový štít. Na kapitálovú štruktúru má vplyv daň z príjmu, vyplácané úrokov na rozdiel od dividend znižujú daň z príjmu, pretože sa odpočítavajú zo zisku pred zdanením. Využívať cudzí kapitál je tak pre podnik z daňového hľadiska výhodnejší ako používať vlastný kapitál. Čím viac je podnik zadlžený, tým je vyššia jeho trhovú hodnotu z dôvodu nižšej miery priemerných nákladov na kapitál. Optimálna kapitálová štruktúra je tak podľa rozšíreného MM modelu najvyššia možná miera zadlženosti. „Podobne ako v základnom modeli, aj v rozšírenom MM modeli sa požadovaná miera výnosu vlastného kapitálu rovná miere výnosu závislej od prevádzkového rizika, ktorú by akcionári požadovali, keby bol podnik financovaný výlučne vlastným kapitálom, zvýšenej o prirážku za finančné riziko spôsobené zadlženosťou podniku⁹“ (Sivák, 2019, s.123). Avšak táto prirážka je v tomto modeli nižšia, pretože z dôvodu daňových úspor rastie požadovaná miera výnosu vlastného kapitálu pomalšie, zároveň očakávaný čistý zisk na jednu akciu sa zvyšuje rýchlejšie. Zvyšovanie zadlženosti podniku má za následok zvyšovanie trhovej ceny akcií a tým pádom rastie aj celková trhovú hodnotu podniku.

⁸SIVÁK, Rudolf a kol. Kapitálová štruktúra podnikateľských subjektov. 2. vyd. Bratislava: Sprint 2, 2019. 399 s. ISBN 978-80-89710-23-2.

⁹ SIVÁK, Rudolf a kol. Kapitálová štruktúra podnikateľských subjektov. 2. vyd. Bratislava: Sprint 2, 2019. 399 s. ISBN 978-80-89710-23-2.

1.2.2 Teória kompromisu (Trade off model) a empirické dôkazy teórie

Kompromisný model (trade-off model) vychádza z rozšíreného MM modelu, okrem daňovej výhody plynúcej z využívania cudzieho kapitálu, tento model berie do úvahy aj ďalšie výhody a nevýhody cudzieho kapitálu. Poukazuje na ďalšie faktory, ktoré majú vplyv na trhovú hodnotu podniku. Existujú dva kompromisné modely, a to základný kompromisný model a kompromisný model rozšírený o agentské náklady. Kompromisné modely analyzujú vzťah medzi trhovou hodnotou podniku a jeho kapitálovou štruktúrou, porovnávaním výhod a nevýhod cudzieho kapitálu. „Objem a zloženie aktív sa pritom (podobne ako v MM modeli) považuje za dané a nemenné. Cieľom je stanoviť optimálnu kapitálovú štruktúru podniku t.j. takú, pri ktorej je, podobne ako v MM modeli, trhová hodnota podniku (resp. trhová hodnota vlastného kapitálu) maximálna, resp. miera priemerných nákladov kapitálu minimálna¹⁰“ (Sivák a kol., 2019 s. 134).

Základný kompromisný model vychádza z rozšíreného MM modelu, avšak je doplnený aj o nevýhody cudzieho kapitálu v podobe rastúcej pravdepodobnosti vzniku finančných ťažkostí. „Podľa neho je kapitálová štruktúra optimálna pri takom pomere vlastného a cudzieho kapitálu, pri ktorom sa výhody úverového daňového štítu rovnajú nákladom finančných ťažkostí¹¹“ (Vlachynský a kol., 2006, s. 93). „Podnik sa dostáva do finančných ťažkostí vtedy, keď nie je schopný z prevádzkového zisku v stanovenom termíne pokryť fixné finančné náklady spojené s cudzím kapitálom, t.j. hrozí mu, že pôjde do konkurzu, najmä ak sú finančné ťažkosti vážne a pretrvávajú dlhšie obdobie¹²“ (Sivák a kol., 2019, s.134). Riziko vzniku finančných ťažkostí má vplyv na trhovú hodnotu podniku, ktorého negatívny dopad na trhovú hodnotu závisí od pravdepodobnosti vzniku finančných ťažkostí a výšky nákladov, ktoré by mohli spôsobiť. Na pravdepodobnosť vzniku finančných ťažkostí majú dopad faktory ako napríklad objem cudzieho kapitálu a výška jeho úrokov, výška očakávaného prevádzkového zisku a jeho variabilita, schopnosť podniku potlačiť začínajúce finančné ťažkosti a veľkosť podniku. Náklady finančných ťažkostí sa rozdeľujú

¹⁰ SIVÁK, Rudolf a kol. Kapitálová štruktúra podnikateľských subjektov. 2. vyd. Bratislava: Sprint 2, 2019. 399 s. ISBN 978-80-89710-23-2.

¹¹ VLACHYNSKÝ, Karol a kol. Podnikové financie. 5. vyd. Bratislava: IURA Edition, 2006. 482 s. ISBN 80-8078-029-3

¹² SIVÁK, Rudolf a kol. Kapitálová štruktúra podnikateľských subjektov. 2. vyd. Bratislava: Sprint 2, 2019. 399 s. ISBN 978-80-89710-23-2.

na priame náklady (administratívne náklady, právne a poradenské služby) a nepriame náklady (suboptimálne rozhodnutia manažérov, zmena správania zákazníkov, dodávateľov a zamestnancov). Nepriame náklady finančných ťažkostí sa na rozdiel tých priamych nákladov nedajú presne odhadnúť. Využívanie cudzieho kapitálu má za následok zvyšovania pravdepodobnosti vzniku finančných ťažkostí podniku. Z tohto dôvodu má krivka vyjadrujúca závislosť miery priemerných nákladov kapitálu od miery zadlženosti podniku tvar písmena U. V bode jej minima sa nachádza optimálna miera zadlženosti podniku. Výpočet trhovej hodnoty podniku pri základnom kompromisnom modeli berie do úvahy okrem daňovej výhody plynúcej z využívania cudzieho kapitálu, aj s ním spojené riziko vzniku finančných ťažkostí. Trhová hodnota zadlženého podniku sa tak rovná trhovej hodnote nezadlženého podniku + daňová úspora - pravdepodobnosť vzniku finančných ťažkostí * súčasná hodnota potencionálnych nákladov finančných ťažkostí. Trhová hodnota podniku je maximálna vtedy, keď je rozdiel medzi daňovými úsporami a nákladmi finančných ťažkostí maximálny. „Inak povedané, keď je hraničná výhoda zo zvýšenia podielu cudzieho kapitálu, daná prírastkom súčasnej hodnoty daňových úspor, presne vyvážená hraničnou nevýhodou, t.j. zvýšením očakávanej hodnoty nákladov finančných ťažkostí¹³“ (Sivák a kol., 2019, s. 139).

Popri základnom kompromisnom modeli existuje aj kompromisný model rozšírený o agentské náklady, ktorý v sebe zahŕňa aj agentské náklady cudzieho a vlastného kapitálu. Príčinou vzniku agentských nákladov cudzieho kapitálu sú rozdielne záujmy veriteľov a akcionárov. Vzťah medzi akcionármi (manažérmi podniku) a veriteľmi možno označiť ako agentský vzťah, pri ktorom sú manažéri agentami veriteľov, ktorí im zverili svoje peniaze. „Agentské náklady cudzieho kapitálu vznikajú, keď manažéri (za predpokladu, že konajú v záujme akcionárov) prijímajú také rozhodnutia a opatrenia, ktoré zlepšujú postavenie akcionárov na úkor veriteľov¹⁴“ (Sivák a kol., 2019, s.145). Čím je podnik viac zadlžený, tým je vyššie riziko, že u neho nastanú finančné ťažkosti. Ak je väčšie riziko, že podnik nebude schopný splácať svoje fixné finančné záväzky v stanovenom termíne, tak tým veritelia čelia väčšiemu riziku, že manažéri budú prijímať v snahe obohatiť akcionárov také

¹³ SIVÁK, Rudolf a kol. Kapitálová štruktúra podnikateľských subjektov. 2. vyd. Bratislava: Sprint 2, 2019. 399 s. ISBN 978-80-89710-23-2.

¹⁴ SIVÁK, Rudolf a kol. Kapitálová štruktúra podnikateľských subjektov. 2. vyd. Bratislava: Sprint 2, 2019. 399 s. ISBN 978-80-89710-23-2.

opatrenia, ktoré sú pre nich nevýhodné. Veritelia sú si tohto však vedomí a očakávanú stratu si premietnu do vyšších úrokov za poskytnutý kapitál. Čiže v konečnom dôsledku tak tieto agentské náklady cudzieho kapitálu znášajú akcionári. Pri agentských nákladoch vlastného kapitálu dochádza ku konfliktu záujmov medzi akcionármi a manažérmi podniku. Manažéri niekedy v snahe zvýšiť svoj vlastný prospech nekonajú v záujme akcionárov a maximalizovaní trhovej hodnoty podniku. Cudzí kapitál zmierňuje tieto agentské náklady vlastného kapitálu, tým že pôsobí stimulujúco na manažérov. Ak by podnik nebol schopný splácať svoje fixné úroky, tak okrem ohrozenia existencie podniku je ohrozená aj pozícia manažérov, z tohto dôvodu je v záujme manažérov, aby podnik dosahoval dobré výsledky hospodárenia. Trhová hodnota podniku pri rozšírenom kompromisnom modeli sa vypočíta rovnako ako pri základnom kompromisnom modeli, ale od trhovej hodnoty podniku sa ešte odpočítava súčasná hodnota agentských nákladov cudzieho a vlastného kapitálu. Trhová hodnota je tak maximálna, keď sa rovnajú hraničné výhody zvyšovania podielu cudzieho kapitálu (daňové úspory znížené o agentské náklady vlastného kapitálu) hraničným nevýhodám zo zvyšovania cudzieho kapitálu (náklady finančných ťažkostí zvýšených o agentské náklady cudzieho kapitálu).

1.2.3 Teória agentúrnych nákladov a empirické dôkazy teórie

Vo veľkých podnikoch nie je možné, aby sa všetci akcionári zúčastňovali na riadení podniku, z tohto dôvodu je nevyhnutné oddelenie vlastníkov od manažérov podniku. Riadenie podniku profesionálnymi manažérmi so sebou prináša riziko toho, že manažéri a vlastníci sledujú rozličné ciele. Akcionári chcú maximalizovať trhovú hodnotu podniku, a na to si najímajú manažérov, ktorí však môžu uprednostniť svoje vlastné záujmy, ako napríklad zaistiť si pokojnejší a luxusnejší pracovný štýl. Agentúrne náklady tak vznikajú v dôsledku, že manažéri sa nesnažia maximalizovať trhovú hodnotu podniku a akcionári ich musia kontrolovať. Účinným spôsobom ako sa tento problém dá minimalizovať, je keď sa manažéri stanú zároveň aj držiteľmi akcií podniku, a majú tak väčšiu motiváciu, aby sa podniku darilo. Agentúrne náklady sa vyskytujú aj v podobe konfliktu záujmov medzi vrcholným a nižším manažmentom. Agentúrne náklady vznikajú aj pri financovaní podniku, za normálnych okolností majú veritelia a akcionári rovnaký záujem, a to aby sa podniku darilo, ale v prípade, že sa podnik dostane do problémov, sa záujmy veriteľov a akcionárov

často rozchádzajú. V situácií, v ktorých je potrebné zachrániť podnik, je nutné spraviť razantné opatrenie, veriteľom sa však nepáči, keď podnik robí riskantné zmeny, ktoré ohrozujú ich pôžičky a radšej by dostali svoje peniaze naspäť.

1.2.4 Teória hierarchického usporiadania (Pecking order) a empirické dôkazy

S teóriou hierarchického usporiadania prišli autori Myers a Majluf. „Táto teória je založená na tom, že existuje určitá hierarchia z hľadiska použitia jednotlivých zdrojov financovania nových investičných projektov podniku: financovania z vnútorných zdrojov podniky uprednostňujú pred emisiou cenných papierov, v prípade, že už sú vnútorné zdroje vyčerpané a podniky musia emitovať cenné papiere, uprednostňujú dlhopisy pred akciami¹⁵“ (Sivák a kol., 2019, s. 155). Teória hierarchického usporiadania nie je založená na princípe maximalizácie trhovej hodnoty podniku, ale ide o signalizačný model, v ktorom podnik kombinuje investičné a finančné rozhodnutia. Táto teória predpokladá, že manažéri podniku sú o vnútro podnikovej situácii lepšie informovaní ako investori. Kvôli tejto informačnej asymetrii si podnik nestanovuje svoju cieľovú kapitálovú štruktúru, ale pri využívaní finančných zdrojov sa riadi určitou hierarchiou. Táto teória vychádza z predpokladov, že manažéri podniku majú lepšie informácie o investičných príležitostiach a výnosnosti podniku ako potencionálni investori, a že manažéri konajú v záujme existujúcich akcionárov. Model taktiež predpokladá dokonale fungujúci kapitálový trh bez daní, transakčných nákladov a iných prekážok, jedinou nedokonalosťou kapitálového trhu je informačná asymetria.

V teórii hierarchického usporiadania nie je definovaná optimálna kapitálová štruktúra, ktorú by sa podnik snažil dosiahnuť. A to aj z dôvodu, že existujú dva druhy vlastného kapitálu, vnútorné finančné zdroje podniku, ktoré sú v hierarchickom usporiadaní na prvom mieste a akcie, ktoré sú na konci usporiadania. Kapitálová štruktúra je tak kumulatívnym výsledkom finančných rozhodnutí, ktoré boli uskutočnené v minulosti. Miera zadlženosti podniku sa zvyšuje, keď jeho vnútorné zdroje financovania nedokážu pokryť

¹⁵ SIVÁK, Rudolf a kol. Kapitálová štruktúra podnikateľských subjektov. 2. vyd. Bratislava: Sprint 2, 2019. 399 s. ISBN 978-80-89710-23-2.

investičné výdavky, a znižuje sa, keď je nerozdelený zisk vyšší ako investičné výdavky. Podľa teórie hierarchického usporiadania sú výnosnejšie podniky zadlžené menej, nie však preto, že by to bolo ich cieľom, ale z dôvodu, že vďaka svojim dostatočne veľkým likvidným finančným rezervám nepotrebujú využívať finančné prostriedky z vonkajších zdrojov. Podniky, ktoré na realizáciu svojich investičných programov nemajú dostatok vnútorných zdrojov využívajú dlhopisy, ktoré sú v hierarchickom usporiadaní vyššie ako akcie, a tým pádom sú tieto podniky viac zadlžené. Teória hierarchického usporiadania tak vysvetľuje, prečo sú najziskovejšie podniky zadlžené najmenej. „Je tomu tak jednoducho preto, že majú dostatok vnútorných fondov na pokrytie svojich investičných zámerov a nepotrebujú vonkajšie financie¹⁶“ (Kisingerová a kol., 2004, s. 355). Pri využívaní externých zdrojov vznikajú podniku straty v dôsledku informačnej asymetrie medzi manažérmi a potencionálnymi investormi. Z dôvodu strát kvôli informačnej asymetrii je v záujme akcionárov, aby mal podnik dostatočne veľké likvidné finančné rezervy, ktoré by boli dostupné v prípade naskytnutia výhodnej investičnej príležitosti pre podnik.

1.2.5 Teória signalizácie a empirické dôkazy

Manažéri v snahe diferencovať svoje podniky od slabších konkurentov a zabrániť, aby akcie ich podnikov ne boli na kapitálovom trhu podhodnotené, vysielajú investorom signály. Na to aby bol signál dostatočne vierohodný pre investorov, musí byť dostatočne nákladný na to, aby si ho slabšie podniky nemohli dovoliť. Podniky môžu signalizovať vysokou zadlženosťou svoju vysokú výnosnosť a nízku pravdepodobnosť finančných ťažkostí. Investori si môžu interpretovať vysokú zadlženosť podniku ako signál toho, že manažéri si sú istí, že podnik bude schopný splácať svoje dlhy. Podľa teórie signalizácie investori tak viac zadlženému podniku prisúdia vyššiu trhovú hodnotu, avšak v praxi práve vzťah medzi zadlženosťou podniku a jeho trhovou hodnotou presne opačný. Rovnako neplatí ani pravidlo, že podniky s vysokou výnosnosťou aktív sú viac zadlžené. Okrem toho by podľa teórie signalizácie mali mať malé rastové podniky (kde je problém asymetrie informácií najviac výrazný) vyššiu mieru zadlženosti ako dobre situované podniky s veľkým objemom hmotného majetku, v praxi sa však pozoruje presný opak. Na druhej strane teória

¹⁶ KISLINGEROVÁ, Eva a kol. Manažérske finance. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2004. 714 s. ISBN 80-7179-802-9

signalizácie dobre vysvetľuje, prečo pri emisií dlhopisov stúpne cena akcií, a naopak cena akcií klesne, keď sa emitujú nové akcie.

1.2.6 Prehľad vybraných teórií kapitálovej štruktúry – výhody, optimalita, špecifika použitia

V prvej kapitole diplomovej práce sú predstavené viaceré teórie kapitálovej štruktúry podniku. S prvou ucelenou teóriou kapitálovej štruktúry prišli Modigliani a Miller, ktorí svojím základným MM modelom dokázali, že na dokonale fungujúcom kapitálovom trhu kapitálová štruktúra nemá vplyv na trhovú hodnotu podniku. Neskôr ale prišli s rozšírením MM modelom o daň z príjmu, kde optimálna kapitálová štruktúra znamená maximálne možné využívanie cudzieho kapitálu. V MM modeloch je vylúčené veľké množstvo faktorov, ktoré majú v praxi podnikových financií vplyv na kapitálovú štruktúru podniku. Napriek tejto skutočnosti MM modely dávajú kľúč k porozumeniu k tomu, ktoré skutočnosti môžu byť pre kapitálovú štruktúru rozhodujúce a čomu by sa mala venovať pozornosť pri nastavení optimálnej kapitálovej štruktúry.

Ďalšími významnými modelmi kapitálovej štruktúry sú základný kompromisný model a kompromisný model rozšírený o agentské náklady. Tieto modely stanovujú optimálny pomer vlastného a cudzieho kapitálu pomocou analýzy výhod a nevýhod cudzieho kapitálu na trhovú hodnotu podniku. Výhodou zvyšovania podielu cudzieho kapitálu sú vyššie daňové úspory a nižšie agentské náklady vlastného kapitálu, jeho nevýhodou je vyššie riziko vzniku finančných ťažkostí a vyššie agentské náklady cudzieho kapitálu. Optimálny pomer cudzieho kapitálu je vtedy, keď sa hraničné výhody zvyšovania cudzieho kapitálu rovnajú jeho nevýhodám. Nevýhodou kompromisných modelov je to, že sú to statické modely, ktoré sa nezaoberajú procesom, ako podnik dosiahne svoju optimálnu kapitálovú štruktúru.

Teória hierarchického usporiadania dopĺňa kompromisný model a vysvetľuje niektoré javy z praxe podnikových financií, ktoré doteraz neboli vysvetlené. Je to signalizačný model, ktorý predpokladá informačnú asymetriu ako jedinú nedokonalosť na kapitálovom trhu. Podnik si svoju optimálnu kapitálovú štruktúru nestanovuje, ale je výsledkom jeho minulých rozhodnutí. Podnik využíva finančné zdroje podľa hierarchického

poradia, kde na prvom mieste sú vnútorné finančné zdroje, dlhové financovanie a na poslednom mieste využíva emitovanie akcií. Teória hierarchického usporiadania tak vysvetľuje, prečo sú výnosnejšie podniky zadlžené menej. Dôvodom nie je cieľ podnikov mať čo najmenší dlh, ale keďže vnútorné zdroje sú v poradí na prvom mieste, tak podniky s vysokým výnosom majú nižšiu potrebu cudzieho kapitálu.

1.3 Optimálna kapitálová štruktúra a jej vplyv na výkonnosť spoločnosti

Ku optimalizácii kapitálovej štruktúry existujú viaceré prístupy, avšak najviac rozšírené sú tieto nasledujúce dva. Prvý prístup je založený na maximalizácii trhovej hodnoty podniku, ktorá sa dosiahne minimalizáciou priemerných kapitálových nákladov. Podľa druhého prístupu sa optimálna kapitálová štruktúra dosiahne vtedy, keď sa rovnajú výhody a nevýhody vyplývajúce zo zvyšovania podielu cudzieho kapitálu. Tento prístup je založený na minimalizácii nákladov cudzieho kapitálu. „Výhody plynúce z rastu podielu cudzieho kapitálu spočívajú v nižších nákladoch na získanie a viazanie cudzieho kapitálu a v existencii daňového štítu, t.j. v znižovaní daňového zaťaženia ako dôsledku zahrňania úrokov z úveru do podnikových nákladov, a tým znižovanie základu na výpočet dane z príjmov¹⁷“ (Vlachynský a kol., 2006, s. 91). Pri riešení problematiky optimálnej kapitálovej štruktúry ide hlavne o odpoveď na otázku, či sa dá zmenou kapitálovej štruktúry ovplyvniť trhovú hodnotu podniku, respektíve, či existuje nejaká konkrétna kapitálová štruktúra, ktorá by maximalizovala trhovú hodnotu podniku.

Kapitálová štruktúra má vplyv na výšku zisku a rentabilitu podniku. Náklady na využívanie a viazanie vlastného kapitálu sú vyššie ako pri cudzom kapitáli. Keď vlastníci podniku vkladajú do podniku kapitál na neobmedzené časové obdobie, podstupujú väčšie riziko, ako veritelia, ktorí po uplynutí dohodnutej doby dostanú svoj vklad späť. Ďalším dôvodom kvôli ktorému je cudzí kapitál lacnejší, je úrokový daňový štít, čo znamená že, úroky z úverov sú daňovo uznateľný náklad, ktorý znižuje základ dane, ktorú musí podnik odviesť so svojho zisku. Z uvedených dôvodov zvyšovanie podielu cudzieho kapitálu znižuje celkové priemerné náklady kapitálu podniku, ale iba do určitej úrovne zadlženia.

¹⁷ VLACHYNSKÝ, Karol a kol. Podnikové financie. 5. vyd. Bratislava: IURA Edition, 2006. 482 s. ISBN 80-8078-029-3

„Po jej prekročení začínajú vlastníci pociťovať vyššie riziko vzniku platobnej neschopnosti, požadujú preto vyšší výnos, čo sa prejaví vo vyšších nákladoch vlastného kapitálu. Vyššie riziko sa prejaví aj pri veriteľoch, ktorí začnú požadovať vyšší úrokový výnos¹⁸“ (Fetisovová a kol., 2020, s. 52). Určiť správnu úroveň zadlženosti je v praxi veľmi náročné, dá sa však riadiť všeobecným pravidlom, a to zvyšovať úroveň zadlženia vtedy, keď sa tým zvýši majetok akcionárov. Optimalizácia kapitálovej štruktúry podniku spočíva vo vzájomnom vyrovňovaní oboch faktorov (výnosnosť a riziko) tak, aby sa dosiahla maximálna tržová cena akcie podniku.

1.4 Determinanty kapitálovej štruktúry a výkonnosti spoločnosti vo vzťahu k osobitým a inovatívnym formám financovania

Jednou z najviac analyzovaných oblastí podnikových financií sú otázky stanovenia a rozhodovania o optimálnej kapitálovej štruktúre podniku, no napriek tomu sú tieto otázky doteraz nevyriešené. Problematika optimálnej kapitálovej štruktúry je veľmi obsiahla a zaoberá sa okrem otázky určenia optimálneho pomeru medzi vlastným a cudzím kapitálom aj napríklad štruktúrou jednotlivých zložiek cudzieho kapitálu z hľadiska dĺžky doby splatnosti, používanie hybridných finančných nástrojov a denomináciu zdrojov financovania. Už aj riešenie relatívne jednoduchšej otázky, aký je optimálny pomer medzi cudzím a vlastným kapitálom, je tak komplexné, že sa doteraz nenašlo v teórii kapitálovej štruktúry univerzálne riešenie. Teória kapitálovej štruktúry ponúka množstvo rozličných modelov, avšak doteraz neexistuje jeden model, v ktorom by boli zahrnuté všetky poznatky kapitálovej štruktúry. „Každý podnik je totiž v podstate jedinečný a vyžaduje si iný prístup. Preto aj faktory, ktoré je dôležité zohľadniť pri jednom podniku, môžu byť irelevantné pri druhom podniku, a teda aj opodstatnenosť jednotlivých modelov kapitálovej štruktúry môže byť v rôznych podnikoch rôzna¹⁹“ (Sivák a kol., 2019, s. 163). Napriek tomu, že sa jednotlivé modeli nedajú univerzálne aplikovať, dokážeme z nich vyvodiť určité skutočnosti, ktoré sú potrebné na úspešné nastavenie kapitálovej štruktúry, ako napríklad výhody a nevýhody cudzieho a vlastného kapitálu. Teoretické prístupy a modely môžu byť

¹⁸ FETISOVOVÁ, Elena a kol. Podnikové financie – praktické aplikácie a zbierka príkladov. 4. vyd. Bratislava: Wolters Kluwer, 2020. 222 s. ISBN 978-80-571-0162-8

¹⁹ SIVÁK, Rudolf a kol. Kapitálová štruktúra podnikateľských subjektov. 2. vyd. Bratislava: Sprint 2, 2019. 399 s. ISBN 978-80-89710-23-2.

nápomocné pri praktických finančných rozhodnutiach podniku, významnosť týchto modelov sa potvrdil aj vo finančnej praxi podnikov vo vyspelých trhových ekonomikách.

Za najvýznamnejšie modely kapitálovej štruktúry podnikov sú považované kompromisný model a teória hierarchického usporiadania, ale ani tieto modely nevedia vysvetliť, prečo za určitých podmienok niektoré podniky uprednostnia financovanie vlastným kapitálom a iné podniky uprednostnia cudzí kapitál. Rozhodovanie podnikov o kapitálovej štruktúre môže byť ovplyvnené aj ďalšími faktormi, ktoré nezohľadňuje ani jeden z týchto modelov. Taktiež aj maximalizácia trhovej hodnoty podniku nemusí byť pre podnik jeho jediné kritérium na určenie jeho optimálnej kapitálovej štruktúry. Je aj dôležité rozlišovať medzi faktormi, ktoré ovplyvňujú dopyt a ponuku finančných prostriedkov. „Ak má napríklad podnik obmedzený prístup k finančným zdrojom, nebude schopný realizovať svoje predstavy o optimálnej kapitálovej štruktúre, prípadne ich bude môcť realizovať len v obmedzenej miere²⁰“ (Sivák a kol., 2019, s. 164).

Aj faktory, ktoré neboli spomenuté v uvedených modeloch, ako napríklad požiadavky na finančnú flexibilitu podniku, časovanie emisie cenných papierov a snaha vlastníkov (manažérov) udržať si kontrolu nad činnosťou podniku môžu mať vplyv na dopyt podniku po finančných prostriedkoch. Podnik má potrebu byť finančne flexibilný, aby mohol rýchlo a pri relatívne nízkych nákladoch získať finančné prostriedky na nepredvídateľné udalosti, a znižovať tak svoju náchylnosť na vznik finančných ťažkostí. Nie je vyložene nutné, aby podnik disponoval dostatkom zdrojov na finančných účtoch, ale podniku stačí, že je kedykoľvek schopný získať externé cudzie zdroje. To sa dá zabezpečiť tým, že podnik nebude príliš zadlžený a bude mať dobré vzťahy so svojimi veriteľmi. Podnik sa snaží o načasovanie emisie cenných papierov tak, aby to bolo pre neho výhodné. Podnik má tendenciu zobrať si úver v období, keď sú úrokové miery nízke a emisiu akcií uskutočňuje vtedy, keď sú akcie nadhodnotené, prípadne spätne odkupuje svoje podhodnotené akcie. Kapitálová štruktúra tak môže byť ovplyvnená minulou situáciou na kapitálovom trhu, keď podnik potreboval externé finančné zdroje. „V prípade potreby finančných zdrojov uprednostní podnik tie, ktoré môže získať za výhodnejších podmienok. Ak by sa žiadny spôsob financovania nejavil výhodný, môže byť prípadné získanie potrebných finančných

²⁰ SIVÁK, Rudolf a kol. Kapitálová štruktúra podnikateľských subjektov. 2. vyd. Bratislava: Sprint 2, 2019. 399 s. ISBN 978-80-89710-23-2.

zdrojov odložené na neskôr²¹“(Sivák a kol., 2019, s. 165). Taktiež v prípade, keď má podnik možnosť získať finančné zdroje za veľmi výhodných podmienok, môže navýšiť svoj kapitál, aj keď to momentálne nie je potrebné. Vlastníci (manažéri) v snahe udržať si kontrolu nad činnosťou podniku uprednostňujú v prípade potreby dodatočného kapitálu dlhové financovanie pred priberaním nových spoločníkov. Medzi ďalšie faktory ovplyvňujúce dopyt po finančných prostriedkoch patrí napríklad potreba podniku získať kapitál z externých zdrojov, preferencie manažérov a vlastníkov podniku, výrobné odvetvie podniku, makroekonomické podmienky, právny a inštitucionálny rámec v krajine.

Či môžu podniky zrealizovať svoje finančné rozhodnutia závisí aj od toho, či sú na finančnom trhu potrebné zdroje pre podnik k dispozícii. Na ponuku finančných prostriedkov na finančných trhoch majú vplyv aj faktory, ako napríklad preferencie potencionálnych investorov, ktorí napríklad nechcú veľmi požičovať podnikom v počiatočnej fáze životného cyklu, malým, rizikovým podnikom, alebo podnikom s málo známym predmetom podnikania. Finančný systém v príslušnej krajine, a teda aký spôsob financovania prevláda v danej krajine, môže mať tiež do istej miery vplyv na kapitálovú štruktúru podniku. Na ponuku finančných zdrojov majú dopad aj makroekonomické podmienky v krajine a jej právny a inštitucionálny rámec.

Dôvodmi, prečo podnik nemá nastavenú svoju optimálnu kapitálovú štruktúru sú aj vysoké náklady spojené so zmenou kapitálovej štruktúry (adjustačné náklady) a nízke náklady vyplývajúce z neoptimálnej kapitálovej štruktúry. Adjustačné náklady súvisia s nedokonalosťami na kapitálovom trhu, ako napríklad transakčné náklady a informačná asymetria. V prípade, že sú adjustačné náklady vyššie ako náklady vyplývajúce z neoptimálnej kapitálovej štruktúry, nie je pre podnik výhodné optimalizovať svoju kapitálovú štruktúru. Tú je pre podnik dobré optimalizovať až keď sú náklady spojené s jej suboptimálnosťou vyššie ako náklady na jej adjustáciu. Podnik môže optimalizovať svoju kapitálovú štruktúru buď externe alebo interne. Externe (na finančných trhoch), v prípade, že je podnik zadlžený viac, ako je pre neho optimálne, môže splatiť časť svojho dlhu, prípadne zvýšiť vlastný kapitál, naopak v prípade príliš nízkeho zadlženia môže zvýšiť objem svojich úverov, emitovať dlhopisy, alebo splatiť časť vlastný kapitál. Podnik môže

²¹ SIVÁK, Rudolf a kol. Kapitálová štruktúra podnikateľských subjektov. 2. vyd. Bratislava: Sprint 2, 2019. 399 s. ISBN 978-80-89710-23-2.

riešiť adjustáciu aj interne, spôsobom ako rozdelí svoj dosiahnutí zisk, jeho nevyplatením si svoju mieru zadlženosti zníži, a naopak vyplatením si zadlženosť zvýši.

Kompromisný model a teória hierarchického usporiadania si nemusia navzájom odporovať. „Podnik môže z dlhodobého hľadiska konvergovať k určitej cieľovej kapitálovej štruktúre, tak ako to vyplýva z kompromisného modelu, ale kvôli rôznym obmedzujúcim faktorom ju v krátkom období nemôže dosiahnuť²²“ (Sivák a kol., 2019, s. 169). Proces optimalizácie kapitálovej štruktúry spomaľuje aj uprednostňovanie podnikom vnútorné finančné zdroje. Podnik častokrát zvyšuje mieru svojho zadlženia, až keď jeho vnútorné zdroje už nestačia na pokrytie nových investícií. Z krátkodobého hľadiska sa podnik správa podľa teórie hierarchického usporiadania. Taktiež optimálna kapitálová štruktúra sa môže meniť v čase kvôli vonkajším a vnútorným podmienkam, podnik by tak mal svoju optimálnu kapitálovú štruktúru občas prehodnotiť a prispôbiť ju meniacim sa podmienkam. Dosiahnutie podniku svoju cieľovú kapitálovú štruktúru ako svojho dlhodobého cieľa je pre podnik veľmi zložitá a dynamická úloha, na ktorú vplýva celý rad vnútorných a vonkajších faktorov. Často krát musí podnik svoju optimálnu kapitálovú štruktúru podriaďovať momentálnym a krátkodobým finančným rozhodnutiam. Z tohto dôvodu sa tak často cieľový podiel cudzieho a vlastného kapitálu určuje iba ako interval, ktorého hranice by podnik nemal prekročiť.

²² SIVÁK, Rudolf a kol. Kapitálová štruktúra podnikateľských subjektov. 2. vyd. Bratislava: Sprint 2, 2019. 399 s. ISBN 978-80-89710-23-2.

2 Cieľ práce, metodika a metódy skúmania

2.1 Cieľ práce

Cieľom diplomovej práce teoretické prístupy k optimálnej štruktúre podnikateľských subjektov a ich aplikácia bolo zmapovať teoretické prístupy k optimálnej kapitálovej štruktúre a aplikovať ich na konkrétne väzby medzi kapitálovou štruktúrou a činnosťou podnikateľských subjektov. Hlavný cieľ práce sme napĺňali nasledovnými čiastkovými cieľmi práce, a to

1. Analyzovať teoretické východiská kapitálovej štruktúry podnikateľských subjektov na základe teoretických prístupov,
2. Skúmať väzby optimálnej kapitálovej štruktúry a výkonnosti akciových spoločností,
3. Analyzovať vzájomné súvislosti medzi kapitálovou štruktúrou, majetkovo-finančnou stabilitou, nákladmi kapitálu, rizikom a oceňovaním podnikateľského subjektu a zároveň uvádzať praktickú aplikáciu na príkladoch týchto väzieb.

2.2 Metodika a metódy skúmania

V diplomovej práci sme využili nasledovnú metodiku a metódy skúmania:

- a) dôkladne sme preskúmali teoretické prístupy optimálnej kapitálovej štruktúre na základe nám dostupných materiálov,
- b) porovnali sme jednotlivé názory na optimálnu štruktúru kapitálovej štruktúry podľa názorov odborných autorít v tejto oblasti,
- c) využili sme metódu analýzy a syntézy pri sumarizácii. V časti výsledky práce a diskusia sme rozoberali vzájomné súvislosti medzi kapitálovou štruktúrou a majetkovou stabilitou podnikateľského subjektu ako aj dôležitú skutočnosť a to otázky optimálnej kapitálovej štruktúry a nákladov kapitálu. Výsledkom našej práce bolo dokumentovať tieto vzťahy vrátane otázok optimálnej kapitálovej štruktúry a prevádzkového a finančného rizika ako aj oceňovania podnikateľských subjektov.

3 Výsledky práce a diskusia

3.1 Vzájomné súvislosti medzi kapitálovou štruktúrou a majetkovo finančnou stabilitou podnikateľského subjektu

Úspešnosť podnikateľského subjektu závisí vo veľkej miere na jeho schopnosti efektívne riadiť podnik, ktorého významnou súčasťou je udržanie majetkovo-finančnej stability podniku. Ako už bolo spomenuté, tak majetkovo-finančná stabilita je schopnosť podniku vytvárať a trvalo udržiavať správny vzťah medzi majetkom a používaním kapitálom. Majetkovo-finančná stabilita sa zaoberá majetkovou štruktúrou, finančnou (kapitálovou) štruktúrou a ich vzájomnými vzťahmi. Majetková a kapitálová štruktúra, podobne ako aj väzby medzi majetkom a kapitálom, sú v jednotlivých podnikoch odlišné a veľmi súvisia s právnou formou podnikania.

Súvaha podniku dáva statický pohľad na majetok podniku k určitému dátumu a dáva prehľad o jeho finančnej situácii. Súvaha vykazuje okrem stavu majetku a kapitálu aj výsledok hospodárenia ako saldo medzi aktívami a pasívami, vrátane vlastného kapitálu. Súvaha zachytáva tri dôležité časti podniku, a to aktíva (majetok), pasíva (cudzí kapitál) a vlastné imanie (vlastný kapitál). Majetková štruktúra podniku zobrazuje podrobné členenie aktív podniku, ktorých základné rozdelenie je podľa úrovne ich likvidity, a to na neobežný a obežný majetok. Na celkovú výšku majetku podniku má vplyv výška rozsahu podnikového výkonu, rozsah využívania majetku a cena majetku. Okrem samotnej výšky podnikového majetku je dôležité sa zaoberať aj jeho štruktúrou. Majetková štruktúra je v rozličných podnikoch veľmi rozdielna, záleží hlavne na technickej náročnosti výroby, čím je technická náročnosť vyššia, tým podnik potrebuje viac dlhodobého majetku. Majetková štruktúra podniku je taktiež veľmi závislá od jeho ekonomickej situácii a hospodárskej politiky. Niektoré podniky napríklad chcú zvýšiť svoju rentabilitu prostredníctvom rastu zisku na jednotku tržieb, takéto podniky budú v snahe znižovať náklady zavádzať nové technológie, čo povedie k nárastu neobežného majetku. Iné podniky naopak zvyšujú svoju rentabilitu prostredníctvom zvyšovania obratu majetku, čo dosiahnu práve zvyšovaným obežným majetkom, ktorý má vyššiu rýchlosť obratu ako neobežný majetok.

Finančná štruktúra podniku predstavuje štruktúru jeho kapitálu, ktorým sa financuje majetok podniku. Finančná štruktúra je staticky (k určitému momentu) zachytená v súvahe

na strane pasív. Z dynamického hľadiska finančná (kapitálová) štruktúra ukazuje zloženie nárastu podnikového kapitálu, ktorým je financovaný nárast majetku podniku. V rámci finančnej štruktúry podniku je najdôležitejšie sa zaoberať podielom medzi vlastným a cudzím kapitálom, na čo slúži ukazovateľ zadlženosti, ktorý vyjadruje podiel celkového dlhu k celkovému majetku podniku. Okrem tohto ukazovateľa dlhodobý veriteľ, ako napríklad banky sledujú aj ukazovateľ ziskového krytia úroku, ktorý vyjadruje pomer medzi ziskom pred zdanením a úrokmi k výške ročných úrokov, tento ukazovateľ tak vyjadruje schopnosť podniku hradiť úrokové záväzky. Podobný je aj ukazovateľ krytia stálych poplatkov ziskom, ktorý vyjadruje pomer medzi ziskom a medzi ročnými úrokmi a platbami za nájom majetku. Z dôvodu častého prenájmania niektorých častí majetku sa vo finančnej analýze dáva prednosť práve tomuto ukazovateľovi. Na optimálny pomer medzi vlastným a cudzím kapitálom majú významný vplyv náklady spojené so získavaním príslušných druhov kapitálu. Názor na optimálnu mieru zadlženia podniku, ako už bolo spomínané, sa menil a vyvíjal. V súčasnosti prevláda takzvaná teória „U“ krivky, ktorá hovorí, že od určitej miery zadlženosti nevýhody využívania vlastného kapitálu prevýšia jeho výhody. Podnik si tak musí určiť svoju optimálnu mieru zadlženosti, kde sú jeho celkové kapitálové náklady najnižšie. Pri určení optimálnej zadlženosti podniku je potrebné okrem minimalizácie priemerných kapitálových nákladov brať do úvahy aj veľkosť a stabilitu podnikového zisku, majetkovú štruktúru podniku a zachovanie si kontroly nad činnosťou podniku.

3.2 Optimálna kapitálová štruktúra, majetkovo finančná stabilita a zlaté bilančné pravidlo

Základným zdrojom informácií o podniku je súvaha, ktorá dáva informáciu o tom, v akých podmienkach sa podnik nachádza na začiatku a na konci účtovného obdobia. „Finančná situácia je komplexným vyjadreným úrovne všetkých aktivít podniku, ktorými sa účtovná jednotka prezentuje navonok, i ktoré vznikajú vnútri podniku. Prvým krokom finančnej analýzy súvahy je overenie dodržania bilančnej rovnice a jej modifikácií²³“ (Šlosárová-Blahušiaková, 2017, s. 304). Podľa základnej bilančnej rovnice sa majetok podniku musí rovnať jeho zdrojom majetku. Rozšírená bilančná rovnica ešte rozdeľuje

²³ ŠLOSÁROVÁ, Anna – BLAHUŠIAKOVÁ, Miriama. Analýza účtovnej závierky. Bratislava: Wolters Kluwer, 2017. 440 s. ISBN 978-80-8168-589-7

zdroje majetku na vlastné imanie a záväzky. Až keď vieme, že nám sedí bilančná rovnica, môžeme analyzovať v podniku ďalšie vzťahy. „Zlaté bilančné pravidlo je veľmi významný nástroj na posúdenie finančného zdravia podniku, a to z hľadiska jeho stability. Stabilita podniku závisí od štruktúry finančných zdrojov podniku a najmä vzájomného vzťahu medzi majetkom a zdrojmi podniku²⁴“ (Šlosárová-Blahušiaková, 2017, s. 308).

Kapitál používaný na financovanie majetku podniku by mal zodpovedať stupňom likvidity jednotlivým druhom majetku. Likvidný majetok môže byť krytý krátkodobými záväzkami, naopak dlhodobý majetok je lepšie financovať dlhodobým kapitálom, či už vlastným alebo cudzím. Ak je dlhodobého kapitálu v podniku viac ako sumy neobežného majetku, tak hovoríme, že podnik je prekapitalizovaný. V opačnom prípade, keď je suma neobežného majetku vyššia ako kapitál, tak je podnik podkapitalizovaný. Optimálnym stavom je, keď je podnik mierne prekapitalizovaný, avšak iba do určitej miery, príliš prekapitalizovaný podnik má príliš vysoké finančné náklady. V opačnom prípade, keď je podnik podkapitalizovaný, tak je časť neobežného majetku financovaná krátkodobým kapitálom, čo môže ohrozovať stabilitu podniku. Prekapitalizovaný podnik disponuje „pracovným kapitálom“, čo je časť obežného majetku krytá dlhodobým kapitálom. Hodnota pracovného kapitálu by mala byť kladná a bez veľkých výkyvov. Pracovný kapitál predstavuje určitú rezervu, ktorú môže v prípade potreby podnik využiť. Či je zlaté bilančné pravidlo dodržané, sa dá zistiť pomocou dvoch pomerových ukazovateľov, ktoré sa nazývajú stupňami krytia majetku. Prvý ukazovateľ je stupeň krytia neobežného majetku vlastným imanom a vypočíta sa ako: $\text{vlastné imanie} / \text{neobežný majetok} \cdot 100$. A druhým ukazovateľom je stupeň krytia neobežného majetku dlhodobými zdrojmi a vypočíta sa ako: $(\text{vlastné imanie} + \text{dlhodobé zdroje}) / \text{neobežný majetok} \cdot 100$. Vo všeobecnosti platí, že čím majú tieto ukazovatele vyššiu hodnotu, tým to je lepšie pre podnik. Podľa istej zásady by mal vlastný kapitál kryť iba ten dlhodobý majetok, ktorý je typický pre daný podnik. Dlhodobý kapitál je drahší, ale za to menej rizikový ako krátkodobý kapitál. Bilančné pravidlá sú určité odporúčenia, ktoré sa týkajú aj kapitálovej štruktúry.

Zlaté bilančné pravidlo financovania vychádza z potreby zosúladiť časový horizont používaného majetku podniku a časový horizont zdrojov, ktorými je majetok financovaný. „To znamená, že jednotlivé zložky majetku by mali byť kryté finančnými zdrojmi, ktoré má

²⁴ ŠLOSÁROVÁ, Anna – BLAHUŠIAKOVÁ, Miriama. Analýza účtovnej závierky. Bratislava: Wolters Kluwer, 2017. 440 s. ISBN 978-80-8168-589-7

podnik k dispozícii minimálne počas obdobia, na ktoré je príslušná zložka aktív v podniku viazaná²⁵“ (Sivák a kol., 2019, s. 20). V praxi ide o to, aby mal podnik zabezpečené financovanie svojho dlhodobého majetku prostredníctvom dlhodobých zdrojov. Je potrebné brať do úvahy ich cenu, rizikovosť a taktiež aj vyhliadky podniku do budúcnosti. Obežný majetok by mal byť krytý krátkodobými zdrojmi, avšak trvalo viazané aktíva a dlhodobé zásoby je lepšie financovať dlhodobým kapitálom.

Zlaté bilančné pravidlo vyrovňovania rizika sa zaoberá pomerom medzi vlastným a cudzím kapitálom, maximálny odporúčený pomer zadlženia je 1:1, avšak záleží na odbore, kde podnik podniká. Pomer vlastného a cudzieho kapitálu 1:1 hovorí o tom, že vklad majiteľa firmy do podniku by mal byť aspoň rovnako veľký ako vklad veriteľa. Zo zvyšujúcou sa zadlženosťou podniku rastie riziko pre veriteľa, a je tak čím ďalej ťažšie zabezpečiť ďalšie zdroje financovania. Vlastný kapitál má tú výhodu, že na rozdiel od cudzieho kapitálu nemusí byť nikdy splatený.

Zlaté bilančné pomerové pravidlo sa zaoberá vzťahom medzi vývojom investícií a tržieb podniku. Ide o to, aby investície nerástli rýchlejšie ako tržby. Príliš vysoké investície by v podniku spôsobovali problémy, ako napríklad znižovanie rentability, problémy s likviditou, stratu konkurencieschopnosti a nevyužitie kapacity podniku. Toto pravidlo sa môže porušiť, pokiaľ sa podnik púšťa do nového perspektívneho odboru podnikania, ktoré si vyžaduje vysoký nárast investícií.

Cieľom podniku je dosahovanie zisku, keďže zisk je súčasťou vlastného imania, a tak dosiahnutý zisk vlastné imanie zvyšuje. Investori majú najväčší záujem na zvyšovaní vlastného imania, od jeho hodnoty sa potom odvíjajú nároky vlastníkov na veľkosť majetku podniku. Jedná sa tu o zachovanie, respektíve zvyšovanie majetkovej podstaty podniku. Otázka zachovania vlastného kapitálu sa dá chápať dvomi spôsobmi, a to finančne a fyzicky. Finančné chápanie kapitálu rozumie pod pojmom kapitál vlastné imanie. „Vlastné imanie a čisté aktíva sa v účtovníctve zisťujú rovnako – ako rozdiel celkovej sumy majetku a celkovej sumy záväzkov, preto je ich výška rovnaká, ale pri uplatnení bilančného princípu sa líšia svojím obsahom²⁶“ (Šlosárová-Blahušiová, 2017, s. 312). Podľa finančného

²⁵ SIVÁK, Rudolf a kol. Kapitálová štruktúra podnikateľských subjektov. 2. vyd. Bratislava: Sprint 2, 2019. 399 s. ISBN 978-80-89710-23-2.

²⁶ ŠLOSÁROVÁ, Anna – BLAHUŠIAKOVÁ, Miriama. Analýza účtovnej závierky. Bratislava: Wolters Kluwer, 2017. 440 s. ISBN 978-80-8168-589-7

chápania vlastného kapitálu sa zisk dosahuje iba v prípade, ak je vlastné imanie na konci účtovného obdobia vyššie ako na začiatku účtovného obdobia, neberú sa pritom do úvahy vklady a výbery vlastníkov. „Vlastné imanie predstavuje vlastné finančné zdroje podniku, preto je vhodným meradlom na zisťovanie majetkovej podstaty podniku v jej finančnom (peňažnom) chápaní²⁷“ (Šlosárová-Blahušiaková, 2017, s. 312). Finančné chápanie kapitálu je vhodné použiť ak sa zaujímame o zachovanie nominálnej hodnoty investovaného kapitálu, alebo jeho kúpnej sily.

Pri fyzickom chápaní kapitálu sa pozerá na jeho produkčnú schopnosť, vlastný kapitál tak možno vyjadriť fyzickými mernými jednotkami, ako napríklad počet výrobkov. Majetková podstata podniku sa meria prostredníctvom produkčnej schopnosti podniku. Fyzické chápanie kapitálu dáva informáciu o produkčnej schopnosti podniku.

Vývoj vlastného kapitálu v podniku zaujíma okrem vlastníkov aj manažérov podniku, ktorí zodpovedajú za cieľ maximalizácie trhovej hodnoty podniku. „Podmienkou prežitia podniku je návratnosť spotrebovaných ekonomických zdrojov, čím sa zabezpečí zachovanie východiskovej úrovne kapitálu²⁸“ (Šlosárová-Blahušiaková, 2017, s. 312). Zisk sa dosahuje vtedy, keď je návratnosť vlastného imania vyššia ako jeho východisková úroveň, neberú sa pri tom do úvahy transakcie vlastníkov. Tak isto ako chápanie kapitálu, tak aj chápanie návratnosti kapitálu sa dá chápať dvomi spôsobmi, a to finančným a fyzickým vyjadreným. Finančné vyjadrenie zachovania kapitálu znamená, že výška vlastného kapitálu je na konci účtovného obdobia minimálna rovnaká, aká bola na začiatku. V prípade, že je výška vlastného imania na konci účtovného obdobia vyššia, tak podnik dosiahol zisk. Zachovanie kapitálu vo fyzickom vyjadrení znamená, že podnik na konci účtovného obdobia dosahuje minimálne rovnakú úroveň produkcie v jednotkách množstva (nepočítajúc vklady a výbery vlastníkov) ako na začiatku účtovného obdobia. Podnik dosahuje zisk vtedy, keď jeho úroveň produkcie je na konci účtovného obdobia vyššia ako na jeho začiatku. Väčšina podnikov sa v otázke zachovania svojej majetkovej podstaty riadi finančným chápaním. Podľa zmeny vlastného imania za účtovné obdobie vie, či svoju majetkovú podstatu zachoval, zvýšil alebo znížil.

²⁷ ŠLOSÁROVÁ, Anna – BLAHUŠIAKOVÁ, Miriama. Analýza účtovnej závierky. Bratislava: Wolters Kluwer, 2017. 440 s. ISBN 978-80-8168-589-7

²⁸ ŠLOSÁROVÁ, Anna – BLAHUŠIAKOVÁ, Miriama. Analýza účtovnej závierky. Bratislava: Wolters Kluwer, 2017. 440 s. ISBN 978-80-8168-589-7

3.3 Optimálna kapitálová štruktúra a náklady kapitálu

V trhovej ekonomike existuje veľké množstvo rôznych spôsobov financovania kapitálových výdavkov. V posledných desaťročiach pribudli rôzne nové zdroje financovania, akými sú napríklad opcie, swapy a futures. Teoretické diskusie o optimálnej kapitálovej štruktúre, kde podstatnou otázkou sú práve kapitálové náklady a ich vplyv na kapitálovú štruktúru nie sú dodnes jednoznačné. Pre podnik sú kapitálové náklady výdaj, ktorý musí zaplatiť za získanie kapitálu, aby mohol financovať svoje nové investície. Cena kapitálu sa vyjadruje ako percento z hodnoty vloženého kapitálu.

Financovanie podniku slúži na plnenie jeho cieľov a finančné riadenie, ktoré zabezpečuje financovanie zdrojov potrebných pre podnik a taktiež znižuje riziká podniku tak, aby priemerné náklady podniku boli v súlade s jeho cieľmi. Správne finančné riadenie podniku robí podnik konkurencieschopným s dostatočným trhovým podielom a hodnotou a podnik má potenciál rastu a rozvoja. Kapitál podniku je toková veličina pozostávajúca z viacerých zložiek. Pri získavaní kapitálu vznikajú určité náklady v závislosti od toho, o aký druh kapitálu sa jedná, môže ísť o náklady cudzieho kapitálu, prioritných a kmeňových akcií a náklady nerozdeleného zisku. Náklady kapitálu vznikajú jednorázovo pri jeho získavaní, v podobe emisných nákladov pri dlhopisoch a akciách a poplatkov pri úveroch. Ale taktiež náklady kapitálu vznikajú aj pri jeho viazaní. Tieto náklady kapitálu súvisia s jeho používaním a platia sa pravidelne, patria medzi nich úroky pri úveroch, kupóny pri dlhopisoch alebo dividendy pri akciách. „Priemerné náklady celkového kapitálu predstavujú vážený aritmetický priemer nákladov jednotlivých druhov kapitálu, pričom percentuálnymi váhami sú trhové podiely príslušných zložiek kapitálu na celkovom kapitály podniku²⁹“ (Sivák, 2019, s. 47).

Na kapitálové náklady má najväčší vplyv miera výnosu požadovaná investormi, daňové úspory a emisné náklady. „Miera výnosu požadovaná investormi je v prípade úverov dohodnutá úroková miera, pri akciách a dlhopisoch je jej výška určovaná kapitálových trhom: vysoká trhovú cenu akcií, resp. dlhopisov znamená, že investori vzhľadom k malému riziku akceptujú nižšie výnosy a naopak³⁰“ (Sivák, 2009, s. 48). Požadovaná miera výnosu

²⁹ SIVÁK, Rudolf a kol. Kapitálová štruktúra podnikateľských subjektov. 2. vyd. Bratislava: Sprint 2, 2019. 399 s. ISBN 978-80-89710-23-2.

³⁰ SIVÁK, Rudolf – MIKÓCZIOVÁ, Jana. Teória a politika kapitálovej štruktúry podnikateľských subjektov. 2. vyd. Bratislava: Sprint dva, 2009. 302 s. ISBN 978-80-89393-06-0.

sa odvíja od dĺžky doby jej splatnosti – čím je dlhšia, tým vyšší výnos investori požadujú a od miery rizika, ktoré podstupuje investor – čím je riziko väčšie, tým investori požadujú vyšší výnos. Náklady podniku na kapitál a požadovaná miera výnosu investorov sa nerovnajú, a to kvôli daňovým úsporám a emisným nákladom. Všeobecne platí, že krátkodobý kapitál je lacnejší ako dlhodobý a cudzí kapitál je lacnejší ako vlastný. Cudzí kapitál je pre podnik lacnejší z dôvodu, že jeho lehota splatnosti je stanovená na určitú dobu, veritelia znášajú menšie riziko ako akcionári (úroky sa im vyplácajú bez ohľadu na výšku dosiahnutého zisku) a cudzí kapitál je výhodnejší z daňového hľadiska. V prípade využívania vlastného kapitálu sú najlacnejšie prioritné akcie, nasleduje nerozdelený zisk a najdrahšou možnosťou sú kmeňové akcie.

Náklady cudzieho kapitálu

Úver je najčastejšie využívaným zdrojom cudzieho kapitálu, môže byť využívaný na krátkodobé a dlhodobé financovanie. Náklady úveru sa rovnajú úrokovej miere požadovanej investormi zníženej o daňové úspory. Tento výpočet sa dá použiť aj pri nákladoch dlhopisov emitovaných podnikom za predpokladu, že emisná cena a menovitá hodnota sa rovnajú, celá istina je splatená na konci doby splatnosti a neexistujú emisné náklady. „Pokiaľ emisná a menovitá hodnota dlhopisu nie sú totožné, t.j. dlhopis je emitovaný s ážiom alebo disážiom, vypočíta sa požadovaný výnos z dlhopisu ako vnútorné výnosové percento (relatívny výnos poskytovaný projektom počas svojho životného cyklu) do termínu splatnosti dlhopisu, pričom sa vychádza zo vzťahu na výpočet emisnej ceny dlhopisu³¹“ (Sivák, 2019, s. 50). Cena za emitovanie dlhopisu sa rovná jeho súčasnej menovitej hodnote navýšenej o súčasnú hodnotu úrokov z dlhopisu. Krátkodobé financovanie podniku, ktoré má najčastejšiu podobu obchodného úveru je potrebné oddeľovať od cudzieho kapitálu. Pri obchodnom úvere dodávateľ predlžuje odberateľovi dobu splatnosti faktúry za dodávku tovaru a poskytnutie služby. Obchodný úver má významný vplyv na podnik, pretože znižuje jeho potrebu úveru a zvyčajne sa poskytuje bez úroku. Na výšku nákladov dlhopisov má okrem výšky úroku vplyv aj emisné náklady a výška daňovej sadzby. Emisné náklady znižujú profit podniku z emisie dlhopisov, z toho dôvodu je potrebné ich odpočítať od emisnej ceny. „Náklady cudzieho kapitálu možno kvantifikovať bez väčších problémov. Sú

³¹ SIVÁK, Rudolf a kol. Kapitálová štruktúra podnikateľských subjektov. 2. vyd. Bratislava: Sprint 2, 2019. 399 s. ISBN 978-80-89710-23-2.

dané výškou úrokovej miery, pri ktorej sú veritelia ochotný poskytnúť podniku jednotlivé úrokové zdroje. Závisí to jednak od situácie na finančnom trhu, jednak od rizikovosti daných pôžičiek konkrétnemu podniku³² (Vlachynský a kol., 2006, s. 85). Bonitné podniky môžu emitovať dlhopisy pri vysokej cene, čím dosahujú nižšie kapitálové náklady.

Náklady vlastného kapitálu

Podnik sa emitovaním prioritných akcií zaväzuje vyplácať dividendy v pevnej výške zo svojho dosiahnutého zisku, ktorá sa vypláca prednostne pred dividendou z kmeňových akcií. Ak podnik kvôli nízkemu zisku nezaplatí dividendu, nevznikajú finančné problémy, ako pri nezaplatení úrokov veriteľom. Pri likvidácii podniku sa najprv uspokojujú nároky veriteľov, potom nároky prioritných akcionárov a na koniec nároky kmeňových akcionárov. Investori požadujú od prioritných akcií taký výnos, ktorý vychádza z jej trhovej ceny a je určený ponukou a dopytom na kapitálovom trhu. Požadovaný percentuálny výnos prioritnej akcie sa rovná jej ročnej dividende vydelenej jej trhovou hodnotou. Ak by neexistovali emisné náklady, tak by sa náklady prioritných akcií rovnali požadovanému výnosu. Emisné náklady sú však významným faktorom, ktorý znižuje profit z predaja podnik prioritných akcií, a teda je potrebné ich odpočítať od trhovej ceny akcie. Náklady prioritných akcií sa vypočítajú ako požadovaná miera výnosu z prioritnej akcie vydelenej jej trhovou hodnotou zníženou o emisné náklady na jednu prioritnú akciu. Ak by sa podnik rozhodol vyplácať nižšie dividendy za účelom zníženia nákladov prioritných akcií, tak by sa zároveň znížila aj ich trhovú hodnotu a ku zníženiu nákladov by nedošlo. Keďže sa dividendy vyplácajú až zo zisku po zdanení, tak nedochádza ku daňovým úsporám ako pri cudzom kapitáli.

„Majitelia kmeňových akcií majú nárok na dividendu z čistého zisku, ktorý zostane po vyplatení dividend z prioritných akcií. Na vyčíslenie požadovanej miery výnosu z kmeňových akcií je potrebné odhadnúť výšku dividend očakávaných v budúcnosti v jednotlivých rokoch³³„ (Sivák, 2019, s. 53). Výška požadovanej miery výnosu z kmeňovej akcie sa vypočíta podobne ako pri prioritných akciách, a to ako ročná dividend z kmeňovej akcie vydelená jej trhovou hodnotou. Ak by sa výška dividendy každoročne konštantne zvyšovala, tak by sa ku jej výpočtu požadovanej miery výnosu pripočítalo ešte toto

³² VLACHYNSKÝ, Karol a kol. Podnikové financie. 5. vyd. Bratislava: IURA Edition, 2006. 482 s. ISBN 80-8078-029-3

³³ SIVÁK, Rudolf a kol. Kapitálová štruktúra podnikateľských subjektov. 2. vyd. Bratislava: Sprint 2, 2019. 399 s. ISBN 978-80-89710-23-2.

konštantné navýšenie. Náklady kmeňových akcií sa rovnajú ich ročnej dividende vydelenej jej trhovou hodnotou zníženou o emisné náklady. V prípade, ak by sa dividendový výnos konštantne zvyšoval, tak by sa aj náklady kmeňových akcií zvyšovali o tento nárast.

Ďalšou časťou vlastného kapitálu je nerozdelený zisk. „Podnik si ho vytvára z tej časti zisku po zdanení a tvorbe rezervných fondov zo zisku, ktorá mu ostane po vyplatení dividend akcionárom³⁴“ (Sivák, 2019, s. 54). V niektorých podnikoch je nerozdelený zisk významným zdrojom financovania majetku podniku. Na valnom zhromaždení akcionári rozhodujú o výške časti zisku, ktorá bude vyplatená vo forme dividendy a výške časti zisku, ktorá zostane v podniku. „Vlastníci totiž ponechávajú časť zisku na samofinancovanie rozvoja podniku len vtedy, keď im to reinvestovanie prinesie aspoň taký výnos, ako investovania (pri porovnateľnej rizikovitosti) hockde inde³⁵“ (Vlachynský a kol., 2006, s. 84). Nákladmi nerozdeleného zisku je výnos, ktorý z neho očakávajú akcionári. Náklady nerozdeleného zisku sa rovnajú nákladom kmeňových akcií bez zohľadnenia emisných nákladov. Výška nákladov nerozdeleného zisku sa teda vypočíta ako ročná dividend z kmeňovej akcie vydelená trhovou hodnotou kmeňovej akcie a následne sa pripočíta percentuálna očakávaná konštantná miera zvýšenia ročnej dividendy.

Priemerné kapitálové náklady

V dôsledku toho, že podnik získava kapitál z rôznych zdrojov a v rôznych formách, je potrebné vypočítať priemerné náklady na získanie a viazanie kapitálu. „Priemerné náklady celkového kapitálu sa vypočítajú ako vážený aritmetický priemer nákladov na jednotlivé druhy kapitálu, kde váhami sú trhové podiely príslušných zložiek kapitálu na celkovom kapitáli podniku³⁶“ (Sivák, 2019, s. 55). To, ako sú priemerné náklady kapitálu vysoké, závisí od výšky nákladov jednotlivých druhov kapitálu a od ich podielu na celkovom kapitáli v podniku. Stanovenie podielu jednotlivých druhov kapitálu by malo byť založené na trhových hodnotách, pretože na nich sú založené aj náklady jednotlivých druhov kapitálu. Počítanie nákladov kapitálu ako vážený priemer odráža priemernú nákladovosť kapitálu

³⁴ SIVÁK, Rudolf a kol. Kapitálová štruktúra podnikateľských subjektov. 2. vyd. Bratislava: Sprint 2, 2019. 399 s. ISBN 978-80-89710-23-2.

³⁵ VLACHYNSKÝ, Karol a kol. Podnikové financie. 5. vyd. Bratislava: IURA Edition, 2006. 482 s. ISBN 80-8078-029-3

³⁶ SIVÁK, Rudolf a kol. Kapitálová štruktúra podnikateľských subjektov. 2. vyd. Bratislava: Sprint 2, 2019. 399 s. ISBN 978-80-89710-23-2.

zohľadnením nákladov cudzieho aj vlastného kapitálu. Vážená miera nákladovosti kapitálu sa vypočíta ako: priemerná nákladovosť cudzieho kapitálu určená úrokovou mierou * daňový štít * cudzí kapitál/celkový kapitál + požadovaná percentuálna výnosnosť vlastného kapitálu * veľkosť vlastného kapitálu/celkový kapitál.

Poznanie výšky priemerných kapitálových nákladov podniku sa môže pri finančnom rozhodovaní využiť ako základ pri určení požadovanej výnosnosti pri zhodnocovaní efektívnosti investičných projektov, pri určení optimálnej výšky celkových kapitálových výdavkov podniku a ako rozhodovacie kritérium pri nastavení optimálnej kapitálovej štruktúry podniku. Pokiaľ má investičný projekt rovnakú štruktúru kapitálového krytia ako kapitálová štruktúra podniku, tak môžeme podľa priemerných kapitálových nákladov podniku posudzovať efektívnosť investičných projektov. Pokiaľ je investičný projekt krytý vyšším podielom cudzieho kapitálu, tak je na mieste požadovať vyššiu výnosnosť, aby sa vykompenzovalo vyššie finančné riziko, respektíve vyššie finančné náklady. V opačnom prípade, keď má investičný projekt nižší podiel cudzieho kapitálu, tak jeho požadovaná výnosnosť môže byť nižšia.

Zvyčajne s rastom kapitálu podniku rastú aj kapitálové náklady, ako napríklad, keď pri zvyšovaní úveru si veritelia vypýtajú vyšší úrok alebo rozširovanie kmeňového kapitálu, zvyšuje jeho náklady kvôli prípadnému zvyšovaniu emisných nákladov. Z týchto dôvodov sa zvyšujú priemerné kapitálové náklady podniku. Je preto potrebné určiť priemerné kapitálové náklady pre rôznu výšku celkového kapitálu podniku. Marginálne priemerné kapitálové náklady slúžia na určenie optimálnej výšky celkových kapitálových výdavkov podniku, určujú tak hranicu, ktoré projekty by mal podnik ešte prijať a ktoré už nie.

Náklady investičných projektov

Posudzovať efektívnosť a výber nových investičných projektov môžeme uskutočniť porovnaním ich očakávanej výnosnosti s kapitálovými nákladmi potrebnými na ich financovanie. Efektívne sú tie investície, ktoré majú vyššiu výnosnosť ako náklady. Druhým spôsobom posúdenia efektívnosti investičného projektu je vypočítanie jeho čistej súčasnej hodnoty cez diskontnú sadzbu, na ktorej výpočet sa použije miera nákladov financovania, pri efektívnych investíciách je čistá súčasná hodnota kladná. Pri určovaní nákladov investičných projektov sa vychádza z priemerných nákladov kapitálu, ktoré predstavujú minimálny výnos z nových investícií. Za podmienok, že sú splnené tieto predpoklady, a to

že investičný projekt má podobnú štruktúru krytia kapitálu ako existujúca štruktúra kapitálu podniku, a že investičný projekt má podobné riziko ako majetok podniku. Pokiaľ pri investičných projektoch je iné finančné alebo prevádzkové riziko ako v podniku, je potrebné pri výpočte priemerných kapitálových nákladov pripočítať rizikovú prirážku, poprípade zrážku. „Investičné projekty s vyšším podielom dlhového financovania, ako je podiel dlhu v aktuálnej kapitálovej štruktúre podniku, majú vyššie finančné riziko a teda aj celkové náklady kapitálu, preto je potrebné základnú sadzbu zvýšiť. Pri projektoch s nižším podielom dlhu sa základná sadzba znižuje³⁷“ (Sivák, 2019, s. 57). Ak majú projekty výrazne vyššie prevádzkové riziko ako existujúce prevádzkové riziko, základnú sadzbu treba zvýšiť a opačne. Čím sú nižšie priemerné náklady kapitálu, tým má podnik viac potencionálnych výhodných investičných projektov, čo má pozitívny dopad na jeho trhovú hodnotu. Bonitné podniky dokážu získať lacnejší kapitál ako rizikové podniky, a tým majú viac investičných a rastových príležitostí.

Náklady vznikajúce z rastu kapitálu sa nazývajú hraničné náklady kapitálu. „Ak príslušný prírastok kapitálu pozostáva z viacerých druhov kapitálu, vypočítajú sa hraničné priemerné náklady kapitálu ako vážený aritmetický priemer nákladov jednotlivých zložiek nového kapitálu, kde váhami sú trhové podiely jednotlivých zložiek na celkovom kapitálovom prírastku³⁸“ (Sivák, 2019, s. 57). Na to, aby sa hraničné náklady kapitálu rovnali priemerným nákladom kapitálu, museli by byť použité náklady na výpočet hraničných nákladov na rovnakej úrovni ako pôvodné kapitálové náklady na jednotlivých druhov a súčasne by financovanie nových investičných projektov nezmenilo kapitálovú štruktúru podniku. V praxi však tento jav nenastáva, pretože zvýšením kapitálu podniku sa zmení jeho zloženie a teda aj finančné riziko podniku. Zvýšenie cudzieho kapitálu má za následok zvýšenie priemerných kapitálových nákladov, v dôsledku zvýšenia finančného rizika podniku, za ktoré investori požadujú vyšší výnos. Pri určení optimálnej výšky kapitálových výdavkov podniku, pri zjednodušených predpokladoch (potencionálne investície sú rovnako rizikové ako existujúci majetok a kapitálový prírastok vždy zvyšuje hraničné náklady kapitálu) sa investičné projekty zoradia podľa výšky očakávanej výnosnosti. „V tomto poradí sa akceptuje taký objem investičných projektov, aby očakávaná výnosnosť posledného akceptovateľného projektu ešte bola vyššia, ale prvého neakceptovateľného

³⁷ SIVÁK, Rudolf a kol. Kapitálová štruktúra podnikateľských subjektov. 2. vyd. Bratislava: Sprint 2, 2019. 399 s. ISBN 978-80-89710-23-2.

³⁸ SIVÁK, Rudolf a kol. Kapitálová štruktúra podnikateľských subjektov. 2. vyd. Bratislava: Sprint 2, 2019. 399 s. ISBN 978-80-89710-23-2.

projektu už bola nižšia ako hraničné náklady kapitálu zodpovedajúce kumulatívne mu objemu týchto investičných projektov. Pri tejto optimálnej výške kapitálových výdavkov je trhovú hodnotu podniku maximálna³⁹“ (Sivák, 2019, s. 58). Náklady kapitálu môžeme použiť pri oceňovaní podniku, na určenie optimálnej výšky celkových výdavkov podniku a hraničných priemerných nákladov podniku a výpočet diskontnej sadzby na hodnotenie efektivity investičných projektov.

Náklady finančnej tiesne

Podnik sa dostane do finančnej tiesne vtedy, keď prestáva dodržiavať svoje záväzky voči veriteľom. Táto situácia sa môže natoľko zhoršiť, že podnik sa môže dostať do konkurzu (bankrotu). V trhovej ekonomike je stav finančnej tiesne podniku obvyklý jav, ktorý sa vyskytuje častejšie v čase ekonomických recesií, prípadne v obdobiach, keď dochádza ku transformačným zmenám. Na to, či sa podnik dostane do finančnej tiesne, má veľký vplyv jeho kvalita manažmentu. Finančná tieseň so sebou prináša náklady, ktoré sú ovplyvnené pravdepodobnosťou vzniku finančnej tiesne a veľkosťou týchto nákladov. Medzi náklady finančnej tiesne patria náklady úpadku a náklady vyplývajúce z konfliktu záujmov medzi majiteľmi, manažérmi a veriteľmi (agentúrne náklady).

Nákladmi úpadku sú všetky priame a nepriame náklady, ktoré vznikli ako dôsledok finančných problémov podniku. Priame náklady sú napríklad rôzne poplatky právnikom a odborníkom, ktoré podnik musí zaplatiť v prípade úpadku. Nepriamymi nákladmi môžu byť napríklad zvýšené požadované úroky veriteľmi ako kompenzácia za zvýšené riziko, nižší záujem o tovary a služby podniku, nižšia trhovú cenu majetku podniku alebo odchod kvalitných zamestnancov. Náklady úpadku môžu byť odlišné v závislosti, v ktorom štáte podnik pôsobí. Náklady vyplývajúce z konfliktu záujmov (agentúrne náklady) vznikajú z dôvodu, že vlastníci cenných papierov dávajú riadiť podnik svojím agentom (manažérom), ktorí majú iné záujmy ako vlastníci akcií.

Na veľkosť nákladov finančnej tiesne má vplyv aj to, aký typ majetku podnik využíva. Niektoré druhy majetku, o ktoré má záujem iba úzka skupina záujemcov, ako napríklad špeciálne stroje a zariadenia, alebo rôzne nehmotné aktíva, môžu pri vzniku úpadku podniku výrazne stratiť na hodnote. Iné druhy majetku, ako napríklad pozemky,

³⁹ SIVÁK, Rudolf a kol. Kapitálová štruktúra podnikateľských subjektov. 2. vyd. Bratislava: Sprint 2, 2019. 399 s. ISBN 978-80-89710-23-2.

stroje, technológie a budovy nebudú pri vzniku úpadku podniku výrazne strácať na svojej hodnote. Táto skutočnosť pravdepodobne ovplyvní požadovanú výšku ceny kapitálu veriteľmi.

3.4 Optimálna kapitálová štruktúra a náklady kapitálu – praktická aplikácia

V tejto časti diplomovej práce uvádzame praktickú aplikáciu optimálnej kapitálovej štruktúry a nákladov kapitálu.

Podnik sa rozhoduje o nasledujúcich dvoch variantoch svojej kapitálovej štruktúry:

	Vlastný kapitál	Požadovaný výnos	Cudzí kapitál	Úroková sadzba
Prvý variant	70%	9%	30%	6%
Druhý variant	50%	11%	50%	8%

Tabuľka č. 1 Zdroj: Vlastné spracovanie

Pri ktorej variante dosahuje podnik nižšie priemerné kapitálové náklady, ak daňová sadzba je na úrovni 21%?

Výsledok zistíme pomocou vzorca na výpočet priemerných reálnych nákladov kapitálu (NK_R):

$$NK_R = VK \cdot N_{VK} + CK \cdot N_{CK} \cdot (1-d)$$

kde: VK = vlastný kapitál

N_{VK} = náklady vlastného kapitálu

CK = cudzí kapitál

N_{CK} = náklady cudzieho kapitálu

d = miera zdaňovania úrokového výnosu

$$NK_{R1} = 0,7 \cdot 9 + 0,3 \cdot 6 \cdot (1-0,21) = 7,722\%$$

$$NK_{R2} = 0,5 \cdot 11 + 0,5 \cdot 8 \cdot (1-0,21) = 8,66\%$$

Za najvýhodnejšiu kapitálovú štruktúru, pri ktorej sú najnižšie priemerné náklady sa javí **variant 1**.

V ďalšom príklade si môžeme zobrať podnik, ktorého kapitál sa skladá z týchto zložiek:

- Kmeňové akcie vo výške 10 000 000 eur s požadovanou mierou výnosu 15%
- Prioritné akcie vo výške 4 000 000 eur s dividendovou sadzbou 12,5%
- Bankový úver vo výške 6 000 000 eur s úrokovou sadzbou 7%

Chceme určiť priemerné reálne percentuálne aj absolútne kapitálové náklady v podniku pri 21% úrokovej sadzbe.

Pri jednotlivých kapitálových zložkách musíme najprv vypočítať ich percentuálne zastúpenie na celkovom kapitáli podniku: kmeňové akcie tvoria 50%, prioritné 20% a bankový úver 30%.

Do výpočtu priemerných reálnych nákladov kapitálu musíme zahrnúť daňový aspekt, ktorý znižuje kapitálové náklady.

$$NK_R = 0,5 \cdot 15 + 0,2 \cdot 12,5 + 0,3 \cdot 7 \cdot (1 - 0,21) = 11,659\%$$

Náklady kapitálu v absolútnom vyjadrení sú 11,659% z 20 000 000 eur, čo je **2 331 800 eur**.

V nasledujúcom príklade máme spoločnosť, ktorá má takúto kapitálovú štruktúru: 35% dlh, 50% kmeňový kapitál a 15% prioritný kapitál. Veritelia požadujú úrok vo výške 9% pri objeme dlhu do 5 000 000 eur a 11% ak by bol nad 5 000 000 eur, prioritná akcia má trhovú hodnotu 108 eur a jej dividenda je 14 eur a jej emisné náklady sú 3 eurá na akciu, kmeňová akcia má trhovú cenu 700 eur, jej dividendový výnos je 70 eur a emisné náklady sú 45 eur na jednu kmeňovú akciu. Očakávaná výška nerozdeleného zisku je 12 000 000 eur, priemerný rast zisku a dividend je 5% ročne a daňová sadzba je 19%.

Spoločnosť sa rozhoduje o nasledujúcich investičných projektoch, tieto investičné projekty sú rovnako rizikové ako existujúci majetok spoločnosti.

Projekt	Kapitálové výdavky	Vnútorné výnosové %
A	8 000 000	15
B	12 000 000	14
C	10 000 000	13
D	9 000 000	12
E	7 000 000	11
F	5 000 000	10

Tabuľka č. 2 Zdroj: Vlastné spracovanie

Je potrebné si najprv vypočítať mieru nákladov dlhu, prioritného kapitálu, nerozdeleného zisku a kmeňového kapitálu.

Náklady dlhu v prípade dlhu do výšky 5 000 000 eur sú na úrovni:

$$0,09 \cdot (1 - 0,19) = \mathbf{7,29\%}$$

A v prípade dlhu and 5 000 000 eur sú jeho náklady na úrovni: $0,11 \cdot (1 - 0,19) = \mathbf{8,91\%}$

Miera nákladov prioritných akcií je na úrovni: $14 / (108 - 3) = \mathbf{13,33\%}$

Náklady nerozdeleného zisku sú: $70 / 700 + 0,05 = \mathbf{15\%}$

Náklady kmeňovej akcie sú: $70 / (700 - 45) + 0,05 = \mathbf{15,69\%}$

Teraz môžeme vypočítať hraničné priemerné náklady kapitálu pre jednotlivé kapitálové prírastky.

Vzhľadom na to, že si chce podnik zachovať svoje súčasné zloženie kapitálovej štruktúry, bude musieť zostať nezmenený pomer jednotlivých druhov kapitálu. Najlacnejší kapitál je dlh do výšky 5 000 000 eur, ktorý podnik využije v prvom kole prírastku kapitálu. Keďže dlh má podiel 35% na celkovom kapitály, tak si môžeme pomocou trojčlenky vypočítať celkový objem kapitálu: $5\,000\,000 / 0,35 = 14\,285\,714$ eur, podiel prioritného kapitálu predstavuje 15%, čo je tak z celkového kapitálu 2 142 857 a kmeňový kapitál tak bude vo výške **7 142 857 eur**.

Teraz, keď vieme, v akej výške sú jednotlivé objemy kapitálu v prvok kole prírastku, môžeme vypočítať hraničné priemerné náklady kapitálu: $35\% \cdot 7,29\% + 15\% \cdot 13,33\% + 50\% \cdot 15\% = \mathbf{12,05\%}$

Ďalším krokom spoločnosti bude využitie nerozdeleného zisku, keďže sa ho už v prvom kole kapitálového prírastku spotrebovalo 7 142 857 eur z jeho celkovej čiastky 12 000 000 eur, zostáva ho už len 4 857 143 eur. Nerozdelený zisk predstavuje 50% celkového kapitálu, ktorý si dopočítame podľa trojčlenky: $4\,857\,143/0,5 = 9\,714\,286$ eur. Následne dopočítame výšku prioritného kapitálu: $0,15 \cdot 9\,714\,286 = 1\,457\,143$ eur a výšku dlhu: $0,35 \cdot 9\,714\,286 = \mathbf{3\,400\,000\text{ eur}}$.

Keďže lacnejší dlh sme už spotrebovali v prvom kole kapitálovom prírastku, budeme teraz musieť pri výpočte hraničných priemerných nákladov kapitálu počítat s drahším dlhom: $35\% \cdot 8,91\% + 15\% \cdot 13,33\% + 50\% \cdot 15\% = \mathbf{12,62\%}$

Každý ďalší prírastok kapitálu by sa uskutočnil prostredníctvom drahšieho dlhu, prioritných a kmeňových akcií. Priemerné hraničné náklady kapitálu by tak boli: $35\% \cdot 8,91\% + 15\% \cdot 13,33\% + 50\% \cdot 15,69\% = \mathbf{12,96\%}$

Hraničné priemerné náklady kapitálu by tak boli na úrovni 12,05% do výšky kapitálového prírastku 14 285 714 eur, od tejto sumy do 24 000 000 eur by boli na úrovni 12,62% a pri kapitálovom prírastku nad 24 000 000 eur by hraničné priemerné kapitálové boli na úrovni **12,96%**.

Pre spoločnosť sa oplatí realizovať tie investičné projekty, ktorých vnútorné výnosové percento je vyššie ako priemerné hraničné kapitálové náklady. A to sú projekty A, B a C, ktorých celkové kapitálové výdavky sú 30 000 000 eur. Pri týchto projektoch dosiahne spoločnosť výnos: $8\,000\,000 \cdot 0,15 + 12\,000\,000 \cdot 0,14 + 10\,000\,000 \cdot 0,13 = \mathbf{4\,180\,000\text{ eur}}$. Kapitálové náklady budú: $14\,285\,714 \cdot 0,1205 + 9\,714\,286 \cdot 0,1262 + 3\,000\,000 \cdot 0,1296 = \mathbf{3\,336\,171\text{ eur}}$. Čistý výnos z projektov tak bude: $4\,180\,000 - 3\,336\,171 = \mathbf{843\,829\text{ eur}}$. Ak by sa spoločnosť rozhodla realizovať aj napríklad projekt D, jej čistý výnos by bol nižší, pretože vnútorné výnosové percento projektu D je nižšie ako hraničné kapitálové náklady.

Ako ďalší príklad by sme si mohli zobrať spoločnosť, ktorej kapitálová štruktúra považovaná za optimálnu má takéto zloženie: 55% dlh a 45% kmeňový kapitál vrátane zadržaného zisku. Zisk pripadajúci na jednu akciu bol v roku 2023 1,8 eurá a v roku 2018 to bolo 1,2 eur. V súčasnom roku 2024 je trhovú hodnotu jednej akcie 20 eur a očakávaný zisk je vo výške 8 000 000 eur. Spoločnosť vypláca 50% zisku vo forme dividendy.

Mieru rastu ziskov (g) spoločnosti vypočítame ako: $zisk_{2023} = zisk_{2018} \cdot (1+g)^5$ po dosadení údajov do rovnice: $1,8 = 1,2 \cdot (1+g)^5$ dostaneme: $g = \mathbf{8,45\%}$

Ak chceme zistiť výšku dividendy na jednu akciu v roku 2024, potrebujeme vedieť výšku zisku na jednu akciu v roku 2024, čo vypočítame ako: $zisk_{2024} = zisk_{2023} \cdot (1+g)$ dosadíme a dostaneme: $zisk_{2024} = 1,8 \cdot (1+0,0845) = 1,9521$ eur, keďže spoločnosť vypláca 50% zisku ako dividendu, tak výška dividendy v roku 2024 bude: $1,9521 \cdot 0,5 = \mathbf{0,976 \text{ eur}}$.

Náklady nerozdeleného zisku sa vypočítajú ako: výška dividendy/trhová hodnota akcie + miera rastu ziskov. Náklady nerozdeleného zisku tak v roku 2024 sa vychádzajú vo výške: $0,976/20 + 0,0845 = \mathbf{13,33\%}$

V roku 2024 sa očakáva v spoločnosti zisk na úrovni 8 000 000 eur a keďže 50% zisku sa vypláca vo forme dividend, tak nerozdelený zisk sa očakáva na úrovni **4 000 000 eur**.

Ak by spoločnosť v roku 2024 emitovala nové akcie, tak by na jednej akcii získala **17 eur**. Emisné náklady predstavujú rozdiel medzi trhovou hodnotou akcie a ziskom spoločnosti na jednu akciu, čiže emisné náklady by boli: $20 - 17 = \mathbf{3 \text{ eurá}}$. A emisné náklady v percentuálnom vyjadrení by boli: $3/20 = \mathbf{15\%}$

Kapitálové náklady nových akcií sa vypočítajú ako: $\text{výška dividendy} / (\text{trhová hodnota akcie} - \text{emisné náklady}) + \text{miera rastu ziskov}$, keď dosadíme do vzorca, tak dostaneme: $0,976/(20 - 3) + 0,0845 = \mathbf{14,19\%}$. Kapitálové náklady nových akcií sú tak na úrovni **14,19%**

Ak by chcela spoločnosť navýšiť svoj celkový kapitál bez toho, aby stúpili náklady vlastného kapitálu, môže celkový kapitál navýšiť iba do určitej výšky. Kmeňový kapitál vrátane nerozdeleného zisku má 50% podiel na kapitály spoločnosti. Nerozdelený zisk je v roku 2024 na úrovni 4 000 000 eur a teda môže tvoriť 50% celkového navýšenia kapitálu. Celkové navýšenie kapitálu, ktoré by nespôsobilo nárast nákladov vlastného kapitálu dopočítame pomocou trojčlenky: $4\,000\,000/0,5 = \mathbf{8\,000\,000 \text{ eur}}$.

3.5 Optimálna kapitálová štruktúra a prevádzkové a finančné riziko

Vlastník podniku od svojej investície do vlastného kapitálu očakáva určitý výnos. Výnosy z vlastného kapitálu, na rozdiel od výnosov z cudzieho kapitálu majú veľké výkyvy, ktoré závisia od výšky zisku podniku. Tieto výkyvy vlastného kapitálu sa nazývajú ako celkové riziko, ktoré je zložené z prevádzkového a finančného rizika. Celkové riziko podstupujú akcionári, pretože výnosy vlastného kapitálu sa nedajú dobre predvídať, dá sa odhadnúť iba pravdepodobnosť nastátia jednotlivých možných výsledkov, z ktorej možno potom vypočítať očakávanú hodnotu a variabilitu výnosov vlastného kapitálu. Vysoká variabilita znamená, že výnosy sa budú viac odchyľovať od ich očakávanej hodnoty, a to buď negatívnym alebo pozitívnym spôsobom. Naopak pri nízkom riziku sa skutočný a dosiahnutý výnos nebude príliš líšiť. Očakávanú výnosnosť vlastného kapitálu je možné vyjadriť ako očakávaný čistý zisk, očakávaný zisk na jednu akciu alebo ako očakávanú rentabilitu vlastného kapitálu. Celkové riziko sa vypočíta ako variačný koeficient očakávanej výnosnosti vlastného kapitálu, čím je tento koeficient vyšší, tým je vyššie celkové riziko.

„Prevádzkové riziko je tá časť variability výnosov vlastného kapitálu, ktorá je daná povahou podnikateľskej činnosti a používanou technológiou. Dané je teda variabilitou výnosov z aktív a nezávisí od spôsobu financovania podniku⁴⁰“ (Sivák a kol., 2019, s. 71). očakávané prevádzkové výnosy sa dajú vyjadriť ako očakávaný prevádzkový zisk alebo ako očakávaná rentabilita aktív. Prevádzkové riziko sa vypočíta ako variačný koeficient očakávaných prevádzkových výnosov, čím je tento koeficient vyšší, tým je vyššie prevádzkové riziko. Na prevádzkové riziko majú vplyv faktory súvisiace s charakterom podnikateľskej činnosti, ako napríklad výrobné vstupy a výstupy a používaná technológia. Prevádzkové riziko je určené výškou fixných prevádzkových nákladov, stabilitou veľkosti výroby a predaja, stabilitou predajných cien a výškou variabilných nákladov. Na tieto faktory vplýva vnútropodnikové (obchodná stratégia), odvetvové (citlivosť tržieb na ekonomické zmeny) ale aj makroekonomické prostredie (úroveň konkurencie).

„Finančné riziko predstavuje tú časť variability výnosov vlastného kapitálu, ktorá je spôsobená zadlženosťou podniku. To znamená, že finančné riziko závisí od spôsobu financovania podniku a nesúvisí z aktívami a nevychádza primárne z prevádzkovej činnosti

⁴⁰ SIVÁK, Rudolf a kol. Kapitálová štruktúra podnikateľských subjektov. 2. vyd. Bratislava: Sprint 2, 2019. 399 s. ISBN 978-80-89710-23-2.

podniku⁴¹“ (Sivák a kol., 2019, s. 72). Ak by podnik využíval iba vlastný kapitál, tak by finančné riziko neexistovalo a celkové riziko by tak bolo vo výške prevádzkového rizika. Ak by podnik nahradil časť vlastného kapitálu cudzím, tak by sa celkové riziko zvýšilo, čiže by sa zvýšila variabilita vlastného kapitálu. Finančné riziko tak predstavuje rozdiel medzi celkovým rizikom a prevádzkovým rizikom. Na výšku finančného rizika má vplyv výška fixných finančných nákladov (úroky), stabilita úrokových sadzieb a stabilita sadzby dane z príjmov.

Pákové účinky a kapitálová štruktúra

Fixné prevádzkové náklady spôsobujú prevádzkovú páku a fixné finančné náklady spôsobujú finančnú páku. Dohromady tieto páky tvoria kombinovanú páku, ktorá spočíva v tom, že zvyšovanie prevádzkových nákladov zvýši výnosy vlastného kapitálu, ale zároveň sa tieto výnosy stávajú viac rizikovými, a teda rastie celkové riziko.

Finančná páka

Na finančné riziko podniku má veľký vplyv finančná páka, ktorú spôsobujú úroky z cudzieho kapitálu. Zvyšovanie podielu cudzieho kapitálu vytvára pákový účinok na výnosnosť vlastného kapitálu, ktorú možno vyjadriť ukazovateľom ROE (rentabilita vlastného imania). Ukazovateľ ROE vplyvom zvyšovania podielu cudzieho kapitálu rastie ale zároveň rastie aj jeho variabilita, čiže sa zvyšuje riziko z výnosov vlastného kapitálu. Pákové účinky si možno ukázať na zmene závislosti ROE od ROA (rentabilita aktív) vzhľadom na podiel cudzieho kapitálu. Ak by podnik využíval iba vlastný kapitál, tak by sa ukazovateľ ROE rovnal ukazovateľu ROA vynásobenému daňovým štítom $(1-T)$. Ak by začal podnik využívať aj cudzí kapitál začala by pôsobiť finančná páka a zmenila by sa očakávaná závislosť výnosnosti vlastného kapitálu (ROE) od očakávanej výnosnosti aktív (ROA). Rovnica závislosti ROE od ROA má takýto tvar:

$$ROE = ROA \cdot (1-T) + \text{cudzí k./vlastný k.} \cdot (ROA - i) \cdot (1 - T)$$

Bez ohľadu na podiel cudzieho a vlastného kapitálu, priamka tejto rovnice prechádza bodom, kde sa $ROA = i$ a $ROE = i \cdot (1 - T)$. „Tento bod sa nazýva bod indiferencie kapitálovej štruktúry podniku. Jeho poznanie je dôležité pri rozhodovaní o kapitálovej štruktúre

⁴¹ SIVÁK, Rudolf a kol. Kapitálová štruktúra podnikateľských subjektov. 2. vyd. Bratislava: Sprint 2, 2019. 399 s. ISBN 978-80-89710-23-2.

podnikateľského subjektu⁴²“ (Sivák a kol., 2019, s. 76). Pomocou neho môžeme posúdiť, kedy je vhodné použiť cudzí kapitál a kedy sa naopak a oplatí financovať iba vlastným kapitálom. V bode indiferencie je taká výška rentability aktív, pri ktorej je výška rentability vlastného kapitálu vždy rovnaká, bez ohľadu na podiel financovania cudzieho kapitálu. V bode indiferencie je tak financovania pomocou dlhu rovnako výhodné ako financovanie vlastným kapitálom. Takáto situácia nastáva vtedy, keď je ROA na úrovni úrokovej sadzby, v prípade že je ROA nižšie ako úroková sadzba, tak nie je výhodné používať cudzí kapitál, nakoľko by rentabilita vlastného imania bola nižšia ako keby sa financovalo iba vlastným kapitálom. V opačnej situácii, keď je ROA vyššia ako i , tak sa financovať cudzím kapitálom oplatí, lebo sa tým zvýši ROE, avšak treba dávať pozor aby nebol podnik príliš zadlžený, lebo sa zároveň zvyšuje finančné riziko. „Z tohto vyplýva dôležitý záver, že financovanie cudzím kapitálom je pre vlastníkov podniku z finančného hľadiska výhodné len vtedy, keď rentabilita aktív je vyššia ako nominálna úroková miera z cudzieho kapitálu ($ROA > i$)“⁴³ (Sivák a kol., 2019, s. 76). Pákové účinky spojené so zvyšovaným podielu cudzieho kapitálu ovplyvňujú očakávanú výšku rentability vlastného imania, a to tak že ju znižuje ak je rentabilita aktív nižšia ako úroková sadzba, a naopak ROE sa zvýši ak je $ROA > i$, v prípade že sa $ROA = i$, tak sa ROE nezmení. Finančná páka zvyšuje variabilitu ROE, pri používaní cudzieho kapitálu je ROE citlivejšie na zmeny hodnoty ROA, ako v prípade keby sa financovalo iba vlastným kapitálom. Finančná páka zvyšuje bod zlomu, čo je moment kedy sa prevádzkový zisk rovná výške úrokom, z tohto vyplýva, že na to aby podnik nemal zápornú hodnotu ROE, tak musí dosahovať vyššiu rentabilitu aktív.

Prevádzková páka

Prevádzková páka má významný vplyv na prevádzkové riziko podniku, ktoré je vyjadrené ako variabilita rentability aktív. Prevádzková páka vzniká z toho dôvodu, že prevádzkové náklady podniku sú okrem variabilných nákladov zložené aj z fixných nákladov. Prevádzková páka je o to silnejšia, čím je väčší podiel fixných prevádzkových nákladov na celkových nákladoch podniku. Čím je vyšší podiel fixných prevádzkových nákladov, tak prevádzkový zisk (respektíve ROA) je vyšší ale zároveň sa zvyšuje aj jeho variabilita. Zároveň sa zvyšuje aj prevádzkový bod zlomu, čo je moment kedy pri určitom objeme tržieb je prevádzkový zisk (ROA) nulový. „Výška fixných prevádzkových nákladov

⁴² SIVÁK, Rudolf a kol. Kapitálová štruktúra podnikateľských subjektov. 2. vyd. Bratislava: Sprint 2, 2019. 399 s. ISBN 978-80-89710-23-2.

⁴³ SIVÁK, Rudolf a kol. Kapitálová štruktúra podnikateľských subjektov. 2. vyd. Bratislava: Sprint 2, 2019. 399 s. ISBN 978-80-89710-23-2.

závisí najmä od charakteru prevádzkovej činnosti podniku a používanej technológie: podniky s vysokou investičnou náročnosťou výroby, t.j. vysokými fixnými nákladmi a nízkymi variabilnými nákladmi, sa vyznačujú silnou prevádzkovou pákou a z tohto dôvodu sú zvlášť citlivé na zmeny objemu dopytu po svojich tovaroch a službách, kým podniky s nízkou investičnou náročnosťou výroby majú slabú prevádzkovú páku⁴⁴ (Sivák a kol., 2019, s. 85). Stupeň prevádzkovej páky hovorí o tom, ako sa pri zmene tržieb relatívne zmenia prevádzkové výnosy, čiže hovorí o tom, ako sú citlivé prevádzkové výnosy na zmenu tržieb.

3.6 Vplyv rizika na optimálnu kapitálovú štruktúru – praktická aplikácia

Zo skúmania bodu indiferencie kapitálovej štruktúry vychádza záver, že cudzí kapitál zvyšuje rentabilitu vlastného imania iba v prípade, keď je rentabilita aktív vyššia ako úroková sadzba. Nie je však ešte jasné, aká je optimálna výška cudzieho kapitálu pre podnik. V prípade, že by prevádzkové riziko bolo nulové a variabilita rentability by bola vopred známa, tak by sa výška cudzieho kapitálu stanovila na základe porovnania rentability aktív s úrokovou mierou. Ak by bola ROA menšia ako i , tak by bolo najvýhodnejšie používať iba vlastný kapitál, ak by sa ROA a i rovnali tak by výška cudzieho kapitálu nemala vplyv na optimálnu kapitálovú štruktúru, a ak by ROA bola väčšia ako i , tak by bolo najvýhodnejšie využívať čo najviac cudzieho kapitálu. V skutočnosti však prevádzkové riziko existuje, nevieme dopredu presne odhadnúť prevádzkový zisk a ROA. Kvôli tejto skutočnosti je nastavenie optimálnej kapitálovej štruktúry zložitejšie. V prípade, že ROA nižšia ako i , tak rovnako ako v predchádzajúcej situácii je najvýhodnejšie financovať iba vlastným kapitálom. Ak sa ROA rovná i , tak je tiež najvýhodnejšie financovať iba vlastným kapitálom, použitie cudzieho kapitálu by síce nezmenilo rentabilitu vlastného imania, ale by to zvýšilo jeho variabilitu. V prípade že je ROA vyššia ako i , sa oplatí použiť aj cudzí kapitál, ale nie však čo v najvyššej miere. Cudzí kapitál by v tomto prípade síce zvyšoval hodnotu ROE, ale zároveň by rástla aj jeho variabilita, je tu teda potrebné nájsť kompromis. Výšku podielu

⁴⁴ SIVÁK, Rudolf a kol. Kapitálová štruktúra podnikateľských subjektov. 2. vyd. Bratislava: Sprint 2, 2019. 399 s. ISBN 978-80-89710-23-2.

cudzieho kapitálu je vhodné nastaviť podľa výšky prevádzkového rizika, a to tak, že čím je prevádzkové riziko v podniku vyššie, tým by sa malo používať menej cudzieho kapitálu.

Je potrebné brať do úvahy aj riziko vzniku finančných ťažkostí, ktoré nastáva vtedy, keď podnik nedokáže zo svojho prevádzkového zisku vyplácať svoje záväzky. Na riziko vzniku finančných ťažkostí má vplyv výška očakávaného prevádzkového zisku, výška prevádzkového rizika, výška podielu cudzieho kapitálu, stupeň likvidity aktív a schopnosťou podniku získať v prípade vzniku finančných ťažkostí potrebné finančné zdroje. „V skutočnosti sa však pri zvyšovaní podielu cudzieho kapitálu úroková miera požadovaná veriteľmi zvyšuje, aby si veritelia kompenzovali rastúce riziko vzniku finančných ťažkostí podniku. Zvyšovaním požadovanej úrokovej miery sa eliminujú pozitívne pákové účinky spojené so zvyšovaním podielu cudzieho kapitálu⁴⁵“ (Sivák a kol., 2019, s. 94).

Bod indiferencie a kapitálová štruktúra

Na nasledujúcich dvoch príkladoch si môžeme ukázať využitie bodu indiferencie pri riešení otázky, aký spôsob financovania je pre spoločnosť výhodnejší.

Môžeme si ako príklad zobrať spoločnosť, ktorej kapitálová štruktúra sa skladá z akcií v hodnote 250 000 eur a obligácií v hodnote 150 000 eur. Zisk pred úrokmi a zdanením (EBIT) má spoločnosť na úrovni 50 000 eur. Manažéri spoločnosti chcú pomocou investície vo výške 100 000 eur zvýšiť EBIT na 70 000 eur. Spoločnosť môže získať potrebné financie buď predajom 800 ks akcií za 125 eur za kus, alebo môže predat nové obligácie s kupónom 8% p.a. v celkovej hodnote 100 000 eur. Daňová sadzba je na úrovni 40%. Údaje si môžeme pre prehľadnosť zapísať do tabuľky a porovnať si nasledujúce možné situácie.

⁴⁵ SIVÁK, Rudolf a kol. Kapitálová štruktúra podnikateľských subjektov. 2. vyd. Bratislava: Sprint 2, 2019. 399 s. ISBN 978-80-89710-23-2.

Kapitálová štruktúra	Súčasná situácia	Nové akcie	Nové obligácie
Počet akcií	2 000	2800	2 000
Obligácie (7%)	150 000	150 000	150 000
Obligácie (8%)	0	0	100 000
Akcie	250 000	350 000	250 000
Spolu	400 000	500 000	500 000
EBIT	50 000	70 000	70 000
Úroky	10 500	10 500	18 500
Zisk pred zdanením	39 500	59 500	51 500
Dane	15 800	23 800	20 600
Čistý zisk	23 700	35 700	30 900
Zisk pre akcionárov	23 700	35 700	30 900
Zisk na akciu(EPS)	11,85	12,75	15,45

Tabuľka č. 3 Zdroj: Vlastné spracovanie

Najväčší zisk na jednu akciu by sa dosiahol v prípade, že by spoločnosť vydala nové obligácie. Na druhej strane pri takomto dlhovom financovaní rastú finančné náklady spoločnosti. Ak spoločnosť nemá istotu, že dosiahne potrebný prevádzkový zisk, je lepšie ak na financovanie daného projektu použije akcie.

Tieto dve alternatívy financovania si môžeme analyzovať pomocou bodu indiferencie, v ktorom si vypočítame prevádzkový zisk a zisk na jednu akciu. Bod indiferencie sa vypočíta pomocou rovnice: $((\text{prevádzkový zisk} - \text{úroky v sit.1}) \cdot (1 - T)) / \text{počet akcií v sit.1} = ((\text{prevádzkový zisk} - \text{úroky st.2}) \cdot (1 - T)) / \text{počet akcií v sit.2}$

Následne dosadíme do rovnice:

$$((PZ - 10\,500) \cdot (1 - 0,4)) / 2800 = ((PZ - 18\,500) \cdot (1 - 0,4)) / 2000$$

A dostaneme výsledok, že **PZ = 38 500 eur.**

Zisk na jednu akciu(EPS) vypočítame ako: $((PZ - \dot{U}) \cdot (1 - T)) / \text{počet akcií}$, po dosadení dostaneme v oboch prípadoch:

$$((38\,500 - 10\,500) \cdot (1 - 0,4)) / 2800 = ((38\,500 - 18\,500) \cdot (1 - 0,4)) / 2000 = 6$$

EPS = 6 eur

Obidve alternatívy dosiahnu rovnaký výsledok pri prevádzkovom zisku na úrovni **38 500 eur** a zisku na jednu akciu v hodnote **6 eur**. V prípade, že by bol prevádzkový zisk vyšší, ako je tomu v bode indiferencie, tak je pre spoločnosť výhodnejšie financovať pomocou obligácií. Naopak v prípade, že by bol prevádzkový zisk nižší ako v bode indiferencie, tak by bolo pre spoločnosť výhodnejšie financovať vlastným kapitálom. V našom prípade, kde je očakávaný prevádzkový zisk na úrovni **70 000 eur**, čo je viac ako kritická hodnota **38 500 eur**, je pre našu spoločnosť výhodnejšie použiť na financovanie nové obligácie.

V ďalšom príklade uvádzame spoločnosť, ktorá je financovaná iba vlastným kapitálom, má 8 mil. kmeňových akcií v nominálnej hodnote 10 eur. Spoločnosť zvažuje jeden investičný projekt, ktorého odhadované výdavky sú na úrovni 20 mil. eur. Spoločnosť sa rozhoduje medzi dvoma alternatívami financovania tohto investičného projektu. Pri alternatíve č.1 by sa projekt financoval vlastným kapitálom, a to emisiou 2 mil. akcií z nominálnou hodnotou 10 eur, pri alternatíve č. 2 by sa projekt financoval cudzím kapitálom, a to emisiou obligácií vo výške 20 mil. eur, s úrokom 8%. Daň zo zisku je na úrovni 30%. Ak by si spoločnosť vybrala alternatívu č. 1, tak by bola naďalej financovaná iba vlastným kapitálom, ak by však zvolila alternatívu č. 2, tak by bola čiastočne financovaná aj pomocou cudzieho kapitálu. Majitelia akcií spoločnosti sa zaujímajú o to, ktorá uvedená alternatíva je pre nich výhodnejšia. V nasledujúcich dvoch tabuľkách sú uvedené výpočty zisku na jednu akciu (EPS) pri dvoch rôznych možnostiach zisku pred úrokmi a zdanením (EBIT), a to pri výške EBIT na úrovni 7,5 mil. eur a 15 mil. eur pre obe alternatívy.

Alternatíva č.1	Zisk 7,5 mil. eur	Zisk 15. mil. eur	Index
EBIT	7 500 000	15 000 000	2,00
Úroky	-	-	-
Zisk pred zdanením	7 500 000	15 000 000	2,00
Daň (30%)	2 250 000	4 500 000	2,00
Zisk po zdanení	5 250 000	10 500 000	2,00
Počet vyd. akcií	10 000 000	10 000 000	1,00
EPS	0,525	1,05	2,00

Tabuľka č. 4 Zdroj: Vlastné spracovanie

Alternatíva č.2	Zisk 7,5 mil. eur	Zisk 15. mil. eur	Index
EBIT	7 500 000	15 000 000	2,00
Úroky	1 600 000	1 600 000	1,00
Zisk pred zdanením	5 900 000	13 400 000	2,27
Daň (30%)	1 770 000	4 020 000	2,27
Zisk po zdanení	4 130 000	9 380 000	2,27
Počet vyd. akcií	8 000 000	8 000 000	1,00
EPS	0,516	1,172	2,27

Tabuľka č. 5 Zdroj: Vlastné spracovanie

Pri financovaní projektu pomocou cudzieho kapitálu (alternatíva č. 2) si môžeme všimnúť vyššiu variabilitu zisku na jednu akciu pri rozdielnych úrovniach zisku. Pokiaľ spoločnosť dosiahne zisk na úrovni 7,5 mil. eur, tak vyšší zisk na jednu akciu sa dosiahne financovaním pomocou vlastného kapitálu, a v prípade dosiahnutia zisku na úrovni 15 mil. eur bude zisk na jednu akciu vyšší pri financovaní pomocou cudzieho kapitálu. Pomocou vypočítania bodu indierencie môžeme zistiť úroveň zisku, pri ktorej sa dosiahne rovnaký výnos na akciu pri financovaní vlastným ako aj cudzím kapitálom. Bod indierencie vypočítame pomocou nasledovnej rovnice:

$$((EBIT - \dot{U}_{vk}) \cdot (1 - T) - \text{dividendy prioritných a.}) / \text{počet emitovaných akcií pri financovaní VK} = ((EBIT - \dot{U}_{ck}) \cdot (1 - T) - \text{dividendy prioritných a.}) / \text{počet emitovaných akcií pri financovaní CK}$$

Po dosadení údajov do rovnice dostávame:

$$((EBIT - 0) \cdot (1 - 0,3) - 0) / 10\,000\,000 = ((EBIT - 1\,600\,000) \cdot (1 - 0,3) - 0) / 8\,000\,000$$

$$EBIT = \mathbf{8\,000\,0000}$$

Ak by teda spoločnosť dosiahla zisk na úrovni **8 000 000 eur**, tak by zisk na jednu akciu (EPS) bol rovnaký za použitia vlastného ako aj cudzieho kapitálu.

Príklady na pákové efekty

Ako príklad na stupeň prevádzkovej páky si môžeme zobrať spoločnosť, ktorá vyrába skrutky. Spoločnosť má výrobnú kapacitu 10 mil. skrutiek za rok, fixné náklady spoločnosti sú 2 mil. eur, z toho odpisy tvoria 750 000 eur a variabilné 0,8 eur na jednu skrutku, predajná cena jednej skrutky je 1,2 eur.

Príklad na stupeň prevádzkovej páky

V nasledujúcej tabuľke sú zobrazené situácie pre určitý objem produkcie.

Počet jednotiek	6 000 000	7 000 000	8 000 000	9 000 000
Celkové tržby	7 200 000	8 400 000	9 600 000	10 800 000
Fixné náklady	2 000 000	2 000 000	2 000 000	2 000 000
Var. náklady	4 800 000	5 600 000	6 400 000	7 200 000
Celkové n.	6 800 000	7 600 000	8 400 000	9 200 000
Prevádzkový z.	400 000	800 000	1 200 000	1 600 000

Tabuľka č.6 Zdroj: Vlastné pracovanie

Stupeň prevádzkovej páky zistíme pomocou údajov z tabuľky porovnaním pri jednotlivých objemov výroby. Stupeň prevádzkovej páky (DOL) vyjadruje vzťah medzi zmenou tržieb (S) a zmenou prevádzkového zisku (PZ). DOL sa dá vypočítať dvoma rôznymi spôsobmi:

$$DOL = (zmena PZ/PZ)/(zmena S/S)$$

$$DOL = (\text{počet jednotiek} * (\text{predajná cena} - \text{variabilné náklady})) / (\text{počet jednotiek} * (\text{predajná cena} - \text{variabilné náklady}) - \text{fixné náklady})$$

Pozrieme sa, aká by bola prevádzková páka pri zmene objemu výroby z 6 mil. ks skrutiek na 7 mil.

$$Zmena PZ/PZ = (800\,000 - 400\,000)/400\,000 = 1$$

$$Zmena S/S = (8\,400\,000 - 7\,200\,000)/7\,200\,000 = 0,167$$

$$DOL = 1/0,167 = 6$$

Druhý spôsob výpočtu:

$$DOL = (6\,000\,000 * (1,2 - 0,8)) / (6\,000\,000 * (1,2 - 0,8) - 2\,000\,000) = 6$$

Následne si môžeme porovnať prevádzkovú páku pri zmene objemu výroby z 8 mil. ks skrutiek na 9 mil.

$$Zmena PZ/PZ = (1\,600\,000 - 1\,200\,000)/1\,200\,000 = 0,334$$

$$Zmena S/S = (10\,800\,000 - 9\,600\,000)/9\,600\,000 = 0,125$$

$$DOL = 0,334/0,125 = 2,67$$

Druhý spôsob výpočtu:

$$\text{DOL} = (8\,000\,000 \cdot (1,2 - 0,8)) / (8\,000\,000 \cdot (1,2 - 0,8) - 2\,000\,000) = \mathbf{2,67}$$

Príklad na stupeň finančnej a kombinovanej páky

V tomto príklade budeme vychádzať zo spoločnosti z predchádzajúceho príkladu, v nasledujúcej tabuľke máme ďalšie údaje.

PZ	800 000	900 000	1 300 000	1 500 000
Úroky	300 000	300 000	300 000	300 000
Zisk na akciu	500	600	1 000	1 200

Tabuľka č. 7 Zdroj: Vlastné spracovanie

Stupeň finančnej páky (DFL) vyjadruje vzťah medzi zmenou zisku na akciu (EPS) a zmenou prevádzkového zisku (PZ). Stupeň finančnej páky môžeme vypočítať dvoma spôsobmi:

$$\text{DFL} = (\text{zmena EPS} / \text{EPS}) / (\text{zmena PZ} / \text{PZ})$$

$$\text{DFL} = \text{PZ} / (\text{PZ} - \text{úroky})$$

Môžeme vypočítať stupeň finančnej páky pri zmene prevádzkového zisku z 800 000 eur na 900 000 eur.

$$\text{Zmena EPS} / \text{EPS} = (600 - 500) / 500 = \mathbf{0,2}$$

$$\text{Zmena PZ} / \text{PZ} = (900\,000 - 800\,000) / 800\,000 = \mathbf{0,125}$$

$$\text{DFL} = 0,2 / 0,125 = \mathbf{1,6}$$

Druhý spôsob výpočtu:

$$\text{DFL} = 800\,000 / (800\,000 - 300\,000) = \mathbf{1,6}$$

Podobne môžeme vypočítať stupeň finančnej páky pri zmene prevádzkového zisku z 1 300 000 eur na 1 500 000 eur.

$$\text{Zmena EPS} / \text{EPS} = (1\,200 - 1\,000) / 1\,000 = \mathbf{0,2}$$

$$\text{Zmena PZ} / \text{PZ} = (1\,500\,000 - 1\,300\,000) / 1\,300\,000 = \mathbf{0,154}$$

$$\text{DFL} = 0,2 / 0,154 = \mathbf{1,3}$$

Druhý spôsob výpočtu:

$$DFL = 1\,300\,000 / (1\,300\,000 - 300\,000) = 1,3$$

Môžeme vypočítať kombinovanú páku pri objeme výroby 8 000 000 kusov skrutiek. Kombinovaná páka (DTL) vyjadruje vzťah medzi zmenou výnosu na jednu akciu (EPS) a zmenou objemu tržieb. Kombinovanú páku môže vypočítať viacerými spôsobmi a to napríklad vynásobením stupňom prevádzkovej a stupňom finančnej páky: $DTL = DOL * DFL$. Alebo pomocou nasledujúcich dvoch vzorcov:

$$DTL = (\text{zmena čistého zisku} / \text{čistý zisk}) / (\text{zmena tržieb} / \text{tržby})$$

$$DTL = (\text{objem produkcie} * (\text{cena} - \text{variabilné náklady})) / (\text{objem produkcie} * (\text{cena} - \text{variabilné náklady}) - \text{fixné náklady} - \text{úroky})$$

Kombinovanú páku vypočítame pomocou druhého vzorca, kde po dosadení dostaneme:

$$DTL = (8\,000\,000 * (1,2 - 0,8)) / (8\,000\,000 * (1,2 - 0,8) - 2\,000\,000 - 300\,000) = 3,56$$

3.7 Kapitálová štruktúra a oceňovanie podnikateľského subjektu

V trhovej ekonomike je oceňovanie podniku potrebné pri kúpe a predaji podniku, spájaní viacerých podnikov, poskytovaní úveru podniku, pri ozdravovaní a zániku podniku. Podnik avšak sám o sebe nemá objektívnu hodnotu, preto neexistuje jedno konkrétne správne ocenenie podniku, ale treba pri oceňovaní vychádzať zo skutočností, ako je účel ocenenia podniku, očakávania z ohodnotenia podniku a dostupnosť informácií o podniku. Podnik sa zvyčajne oceňuje kvôli štátnym administratívnym potrebám a potrebám podnikateľských účelov. Oceniť podnik môžeme z hľadiska jeho objektívnej, subjektívnej a trhovej hodnoty. Objektívna hodnota podniku sa vypočítava pomocou všeobecne uznávaných metód, a je ju vhodné uplatniť potrebné preukázať súčasný stav podniku, napríklad pri poskytnutí úveru. Subjektívna hodnota podniku zahŕňa do výpočtu jedinečné vlastnosti podniku, a uplatňuje sa pri nákupe a predaji podniku, alebo keď sa podnikateľ rozhoduje, či sa mu viac oplatí svoj podnik zachraňovať alebo je výhodnejšia likvidácia podniku. Trhová hodnota podniku vyjadruje jeho priemerné budúce očakávania na trhu, používa sa v prípade, keď sa zisťuje, za akú cenu by sa podnik predal na burze.

Keď sa podnik oceňuje kvôli štátnym administratívnym potrebám, ako napríklad daňovým účelom a dedičských sporov, tak sa zvolí jednoduchšia metóda oceňovania a dôraz sa kladie na jednoznačnosť výsledku. Využívajú sa pevne stanovené postupy oceňovania. Pri oceňovaní kvôli podnikateľským účelom je potrebné do oceňovania podniku zahrnúť aj jeho prípadné podnikateľské príležitosti a riziká. Hlavným cieľom podnikania je dosiahnutie čo najväčšej trhovej hodnoty podniku, trhovú hodnotu vyjadruje odhadovanú peňažnú čiastku, za ktorú by bol daný podnik predaný. Úlohou podnikateľského oceňovania je práve odhadnúť túto trhovú hodnotu, ktorá vychádza zo situácie na trhu, a teda odráža súčasný stav podniku a jeho vyhliadky do budúcnosti. Pri určovaní trhovej hodnoty podniku taktiež záleží aj na pohľade podnikateľa na túto hodnotu, pretože odráža jeho individuálny názor na daný podnik a jeho víziu do budúcnosti. Tento názor podnikateľa sa môže odlišovať od názoru trhu v danom okamihu. Presná trhovú hodnotu sa nedá zistiť z dôvodu, že každý podnik je jedinečný a na trhu nie je dostatočný počet predávajúcich a kupujúcich, aby sa na základe trhových mechanizmov (ponuka a dopyt) dospelo k trhovej cene podniku. K cene podniku sa tak dospeje vyjednávaním medzi kupujúcim a predávajúcim, tu však cenu finálnu cenu podniku ovplyvňujú subjektívne faktory, ako rôzne psychologické aspekty, časová tieseň alebo vyjednávacie schopnosti. Z tohto dôvodu hodnota podniku nemusí byť rovnaká ako cena, za ktorú sa daný podnik predá.

Oceňovať podnik sa môže uskutočniť za nejakým konkrétnym účelom, ako napríklad pri kúpe a predaji podniku alebo pri získavaní ďalšieho kapitálu. Taktiež sa môže oceňovanie podniku uskutočniť nezávisle od vôle jeho vlastníkov, ako napríklad za účelom určenia majetkových častí v prípade sporu spoločníkov podniku, kvôli daňovým účelom, alebo pri poskytovaní úveru. Oceňovanie podniku kvôli potrebám podnikateľov má dva základné stupne. Prvý stupeň oceňovania oceňuje podnik iba sám o sebe, to sa uskutočňuje na základe znalostí, ktoré sú k dispozícii k určitému dátumu, môže obsahovať aj pohľad do budúcnosti, ale iba na základe súčasného stavu, nedá sa počítať so zmenami, ktoré zamýšľa nový vlastník. Druhý stupeň oceňovania oceňuje podnik podľa zámerov, ktoré by sa mali uskutočniť v budúcnosti, hlavne v prípade, keď sa spoja viaceré podniky (synergia).

Metódy oceňovania podniku môžeme rozdeliť do troch skupín:

- 1) Metódy založené na zatiaľ vynaložených nákladoch (výpočet substančnej hodnoty)
- 2) Metódy založené na oceňovaní výnosov podniku:
 - a) Metóda diskontovaného cash flow
 - b) Metóda kapitalizovaných ziskov
 - c) Korigované výnosové metódy
- 3) Určovanie trhovej hodnoty na základe porovnávania:
 - a) Hodnota na báze porovnateľných podnikov
 - b) Hodnota na báze porovnateľných transakcií

Najväčší praktický význam majú práve metódy výpočtu substančnej hodnoty (majetkové ocenenie), oceňovanie na základe cash flow a odvodzovanie trhovej hodnoty na základe porovnávania.

Výpočet substančnej hodnoty

Pri tejto metóde sa oceňuje existujúci majetok podniku. Vychádza sa z účtovnej súvahy, kde je každá zložka aktív ocenená. Finálne ocenenie podniku sa získa tak, že sa sčítajú všetky aktíva, od ktorých sa odčítajú všetky záväzky a dlhy. Týmto výpočtom vypočítame hodnotu vlastného kapitálu. Reálna hodnota majetku podniku je však iná ako pri ocenení podniku podľa účtovnej súvahy. Skutočné ocenenie majetku by malo odrážať sumu, za ktorú by bolo možné tento majetok podniku znova nakúpiť. Tento účel ocenenia sa nazýva podstata (substancia), ktorej hodnota znamená, akú sumu peňazí by bolo potrebné investovať, aby sme si zaobstarali majetok v rovnakej výške. Hodnota substancie má veľký význam pri riešení otázky, či je výhodnejšie kúpiť už existujúci podnik alebo radšej vybudovať nový. Oceňovaná hodnota podniku sa bude líšiť v súvislosti s účelom podniku, inou hodnotou by sa ocenil daný podnik pokiaľ sa bude pokračovať v jeho činnosti a inou hodnotou, ak sa bude podnik likvidovať. Podnik napríklad môže disponovať drahým a špeciálnym zariadením, ktoré by sa ťažko predávalo a pri prípadnej likvidácii podniku by sa muselo predat' za nižšiu hodnotu. Pri určovaní substančnej hodnoty sa oceňujú tri základné zložky aktív, a to neobežný majetok, obežný majetok a nehmotný majetok. Súčtom týchto ocenených aktív dostaneme hrubú substančnú hodnotu, od ktorej je ešte potrebné odpočítať ocenenú hodnotu záväzkov.

Metódy oceňovania založené na výnose

Výnosové metódy oceňovania podniku sú založené na tom, že hodnota podnikových statkov je určená ich súčasnou hodnotou budúcich výnosov. Pri používaní výnosových metód je potrebné mať ujasnené ako chápať a vypočítať výnosy podniku, ako určiť budúcu hodnotu výnosov, ako určiť diskontnú úrokovú sadzbu pre určenie súčasnej hodnoty a ako započítať do ocenenia riziko. Budúce výnosy je vhodné chápať ako predpokladané cash flow, preto sa pri oceňovaní podniku pridrižujeme metódy diskontovaného cash flow. Najprv však musíme vybrať tie položky, ktoré budú tvoriť peňažné toky pri oceňovaní podniku. Pri voľbe týchto položiek treba brať aj to do úvahy, akým spôsobom bude určená diskontná úroková miera a aké bude poradie krokov, ktorými dospejeme ku konečnému výsledku. Najčastejšie sa používa taký postup, pri ktorom sa najprv vypočíta hodnota celého podniku a až potom sa vypočíta hodnota jeho vlastného imania, ktoré sa oceňuje tak, že z hodnoty výnosu podniku odpočítame hodnotu cudzích pasív. Zaujímajú nás teda peňažné toky, ktoré podnik vytvára pre svojich akcionárov a veriteľov, jedná sa teda o dividendy, úroky a splátky úverov. Výšku peňažných tokov určených na rozdelenie vypočítame tak, že od zisku pred úrokmi a zdanením odpočítame dane, výdavky na zaobstaranie investičného majetku, pripočítame odpisy a zmenu pracovného kapitálu, ktorá môže byť kladná ale aj záporná. Takto vypočítaní peňažný tok sa označuje ako voľný peňažný tok a používa sa pre výpočet výnosovej hodnoty podniku. Odhadnúť peňažné toky na dlhšie časové obdobie sa nedá úplne presne, zvyčajne sa v prípade potreby odhadu na dlhšie časové obdobie používa dvojfázová metóda. Táto metóda spočíva v tom, že sa najprv odhadnú peňažné toky pre kratšie časové obdobie (3-5 rokov), ktoré sa diskontuje a následne sa k nemu pripočíta hodnota trvalej renty, ktorá je odhadnutá od spomínaného obdobia a začína na konci roku tohto obdobia.

Trhová hodnota podniku na základe porovnávania

V tomto kontexte trhovou hodnotou podniku myslíme odhad ceny, za ktorú by bolo možné podnik predat'. Pokiaľ sú akcie podniku bežne obchodovateľné, tak sa dá ľahko určiť trhovú hodnotu vlastného kapitálu podniku z počtu jeho akcií a ich kurzu na burze. Treba ale brať do úvahy to, že trhovú kapitalizácia (súčin počtu akcií a kurz akcií) je nižšia ako trhovú hodnotu podniku, k trhovej kapitalizácii treba ešte pripočítať určitú prémiiu, ktorá v sebe zahŕňa možnosť kontrolovať daný podnik. V prípade však že akcie podniku nie sú bežne obchodovateľné, respektíve podnik má inú právnu formu, tak pri určení trhovej hodnoty

podniku sa vychádza z cien porovnateľných podnikoch (rovnaké odvetvie, veľkosť). Pri odvodzovaní trhovej hodnoty podniku pomocou porovnávania sa používajú multiplikátori, ktoré vyjadrujú pomer medzi nákupnou cenou porovnateľných podnikov a ich ročným ziskom. Multiplikátor na báze zisku hovorí o tom, že koľko krát je nákupná cena vyššia ako ročný zisk. Z dôvodu že každý porovnateľný podnik bude mať tento pomer iný, sa budeme musieť rozhodnúť, či pre náš oceňovaný podnik použijeme priemernú hodnotu tohto pomeru alebo hodnotu vyššiu, prípadne nižšiu ako je priemer. Toto rozhodnutie sa uskutočňuje na základe finančnej analýzy, ktorá porovnáva náš oceňovaný podnik s inými podobnými podnikmi.

ZÁVER

Jadro práce tvorí časť výsledky práce a diskusia. V nej sme sa zamerali na praktickú aplikáciu teoretických prístupov k optimálnej kapitálovej štruktúre podnikateľských subjektov a skúmali sme vzájomné súvislosti medzi kapitálovou štruktúrou a majetkovo-finančnou stabilitou podnikateľských subjektov. Sústredili sme sa na riešenie optimálnej kapitálovú štruktúru, majetkovo-finančnú stabilitu, zlaté bilančné pravidlo a optimálnu kapitálovú štruktúru a väzby medzi optimálnou kapitálovou štruktúrou a nákladmi kapitálu. Tieto skutočnosti sme dokumentovali na praktických príkladoch. Zároveň sme rozoberali aj otázky optimálnej kapitálovej štruktúry a prevádzkového a finančného rizika vrátane praktických príkladov.

Skutočné ocenenie majetku použitím substancie má veľký význam pri riešení otázky, či je výhodnejšie kúpiť už existujúci podnik alebo radšej vybudovať nový. Oceňovaná hodnota podniku sa líšila v súvislosti s účelom podniku, inou hodnotou by sa ocenil daný podnik pokiaľ sa bude pokračovať v jeho činnosti a inou hodnotou, ak sa bude podnik likvidovať. Podnik napríklad môže disponovať drahým a špeciálnym zariadením, ktoré by sa ťažko predávalo a pri prípadnej likvidácii podniku by sa muselo predat' za nižšiu hodnotu. Pri určovaní substančnej hodnoty sa oceňujú tri základné zložky aktív, a to neobežný majetok, obežný majetok a nehmotný majetok. Pri použití metód oceňovania založených na výnose je potrebné správne definovať diskontnú úrokovú sadzbu pre určenie súčasnej hodnoty a započítat' vplyv rizika. Pri výpočte je hodnota celého podniku vypočítaná ako hodnota vlastného imania očistená od hodnoty cudzích pasív. Hodnota peňažných tokov vytvorených pre akcionárov spoločnosti je determinovaná výškou hodnoty zisku pred úrokmi a zdanením, výškou dane, výdavkami na zaobstaranie investičného majetku, odpismi a zmenu pracovného kapitálu, ktorá môže byť kladná ale aj záporná. Vypočítaný peňažný tok sa označuje ako voľný peňažný tok a používa sa pre výpočet výnosovej hodnoty podniku.

Zoznam použitej literatúry:

Knižné zdroje:

BREALEY, Richard – MYERS, Stewar – ALLEN, Franklin. Principles of corporate finance. 9. vyd. New York: McGraw-Hill/Irwin, 2008. 976 s. ISBN 978-007-126675-8.

BREALEY, Richard – MYERS, Stewar. Teorie a praxe firemních financí. Praha: VICTORIA PUBLISHING, 1992. 971 s. ISBN 80-85605-24-4.

FETISOVOVÁ, Elena a kol. Podnikové financie – praktické aplikácie a zbierka príkladov. 4. vyd. Bratislava: Wolters Kluwer, 2020. 222 s. ISBN 978-80-571-0162-8

KISLINGEROVÁ, Eva a kol. Manažérske finance. 1. vyd. Praha: C.H. Beck, 2004. 714 s. ISBN 80-7179-802-9

SIVÁK, Rudolf – MIKÓCZIOVÁ, Jana. Teória a politika kapitálovej štruktúry podnikateľských subjektov. 2. vyd. Bratislava: Sprint dva, 2009. 302 s. ISBN 978-80-89393-06-0.

SIVÁK, Rudolf a kol. Kapitálová štruktúra podnikateľských subjektov. 2. vyd. Bratislava: Sprint 2, 2019. 399 s. ISBN 978-80-89710-23-2.

SYNEK, Miloslav a kol. Manažerská ekonomika. 2. vyd. Praha: GRADA, 2000. 475 s. ISBN 80-247-9069-6.

ŠLOSÁROVÁ, Anna – BLAHUŠIAKOVÁ, Miriama. Analýza účtovnej závierky. Bratislava: Wolters Kluwer, 2017. 440 s. ISBN 978-80-8168-589-7

VALACH, Jozef a kol. Finanční řízení podniku. 2. vyd. Praha: Ekopress, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1

VALACH, Jozef. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 465 s. ISBN 80-86929-01-9

VLACHYNSKÝ, Karol a kol. Podnikové financie. 5. vyd. Bratislava: IURA Edition, 2006. 482 s. ISBN 80-8078-029-3

Odborné články:

DEANGELO, H. – MASULIS, R. W. Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation. In *Journal of Financial Economics*. – Amsterdam: Elsevier, 1980, roč. 8, č. 1.

JANČOVIČOVÁ BOGNÁROVÁ, K. Praktická aplikácia vybraných tradičných a moderných ukazovateľov merania finančnej výkonnosti podnikov. In *Financie a riziko: zborník príspevkov z XIII. Ročníka medzinárodnej vedeckej konferencie [elektronický zdroj]*. – Bratislava: Vydavateľstvo EKONÓM, 2011. ISBN 978-80-225-3278-5, s.242-250.

MIKÓCZIOVÁ, J. Determinanty kapitálovej štruktúry podnikateľských subjektov. In *Nová ekonomika: vedecký časopis Národohospodárskej fakulty Ekonomickej univerzity v Bratislave*. – Bratislava: EKONÓM, 2010. ISBN 1336-1732, 2010, roč. 3, č.1.

MYERS, S. C. The Capital Structure Puzzle. In *Journal of Finance*. – New York: American Finance Association, 1984. ISSN 0022-1082, 1984, roč. 39, č. 3.

SIVÁK, R. – MIKÓCZIOVÁ, J. Príspevok k teórii optimálnej kapitálovej štruktúry podniku. In *Politická ekonomie: teorie, modelování, aplikace*. – Praha: Vysoká škola ekonomická, 2002. ISBN 0032-3233, 2002, roč. 50, č. 1.

Internetové zdroje:

PRÁŠILOVÁ, Pavlína. Determinanty kapitálové struktury českých podniků. 2012. <https://otik.uk.zcu.cz/handle/11025/17431>

KRIŠTOFÍK, Peter. Determinanty kapitálovej štruktúry a finančného rozhodovania v podmienkach slovenských podnikov. *Ekonomický časopis*, 2002, 50.02: 197-216. <https://www.cceol.com/search/article-detail?id=56151>

VALACH, Josef, et al. K diskuzi o optimalizaci a determinantech kapitálové struktury podniku. *Český finanční a účetní časopis*, 2008, 3.1: 99-102. <https://cfuc.vse.cz/pdfs/cfu/2008/01/12.pdf>

MAŘÍK, Miloš; MAŘÍKOVÁ, Pavla. Kapitálová struktura–Problém výnosového ocenění podniku. *Ekonomický časopis (Journal of Economics)*, 2015, 3.63: 259–277. <https://www.infona.pl/resource/bwmeta1.element.cejsh-a92d7982-f69c-4561-92b9-f46053426511>