

12. Finančná a kapitálová štruktúra P. Činitele pôsobiace na rozhodovanie o finančnej a kapitálovej štruktúre. Modelové prístupy ku kapitálovej štruktúre.

□

Finančná štruktúra – podiel jednotlivých zložiek vlastného a cudzieho kapitálu na celkovom kapitále, ktorý finančne kryje majetok P. Statický stav finančnej štruktúry charakterizuje strana pasív podnikovej súvahy. Dynamiku procesu vyjadruje podiel vlastného a cudzieho kapitálu na finančnom krytí prírastku podnikového majetku za istý časový úsek.

V súvislosti s finančnou štruktúrou je dôležité spomenúť pojem **kapitálová štruktúra** – štruktúra dlhodobých zdrojov P k určitému časovému okamihu, je súčasťou finančnej štruktúry

Finančnú štruktúru ovplyvňuje kombinované pôsobenie množstva faktorov:

A) NÁKLADY KAPITÁLU – náklady P na získavanie a viazanie jednotlivých zložiek kapitálu. Rozlišujeme:

- a) **náklady vlastného kapitálu** – je to podiel na zisku, ktorý vlastník očakáva a získa za vklad svojho kapitálu do podniku. Vlastníkmi očakávaná a požadovaná cena ich kapitálu je v jednotlivých podnikoch rozdielna, a to vzhľadom na rôznu rizikovosť vkladu do príslušného P. S rastúcim rizikom rastú aj N vlastného kapitálu, pretože musia investorom kompenzovať zvýšené ohrozenie ich kapitálu.
- b) **náklady cudzieho kapitálu** – úrok, ktorý treba platiť veriteľom. Základná úr. miera je daná situáciou na finančnom trhu, konkrétna výška úrokovej miery jednotlivých úverových zdrojov sa však líši:
 - *podľa doby, na ktorú je úver poskytnutý:* vo všeobecnosti platí, že dlhodobé úvery sú „drahšie“ ako strednodobé a krátkodobé úvery. Sú totiž pre veriteľa rizikovejšie, a to hľadiska jeho vlastnej likvidity (viažu mu dlhšie jeho prostriedky), ako aj z hľadiska likvidity dlžníka (na dlhšiu dobu veriteľ ťažšie odhaduje jej vývoj)
 - *podľa bonity dlžníckeho podniku:* čím nižšie hodnotí veriteľ túto bonitu, tým je úver drahší (rastie riziková prémie zahrnutá v úrokovej miere)

Vo všeobecnosti platí, že N vlastného kapitálu sú pre P vyššie ako N cudzieho kapitálu, a to z 2 dôvodov:
- **riziko vlastníka je vyššie ako riziko veriteľa** – veriteľ vkladá prostriedky do podniku na istý vopred dohodnutý čas a po jeho uplynutí sa mu vráti. Táto návratnosť býva spravidla zabezpečená nejakou zárukou. Má zaručený pravidelný úrokový výnos, ktorý získava bez ohľadu na ziskovosť dlžníckeho podniku. Na druhej strane, vlastník vkladá do podniku prostriedky na vopred neobmedzený čas a môže ich získať späť len predajom svojho podielu alebo pri likvidácii podniku. Jeho dôchodok plynúci z titulu vlastníctva nie je vopred určený a závisí od výsledkov hospodárenia podniku. Na ťarchu svojho kapitálu znáša plne podnikateľské riziká. Táto všeobecne vyššia rizikovosť vlastníka sa kompenzuje vyššou priemernou cenou vlastného kapitálu v porovnaní s cenou cudzieho kapitálu.

- **platené úroky z úveru sú súčasťou podnikových nákladov, znižujú zisk ako základ na výpočet dane z príjmov.** Skutočnými nákladmi úveru pre podnik teda nie je celý úrok, ale úrok znížený o úsporu dane.

Ak prihladáme len na rozdielnosť nákladov vlastného a cudzieho kapitálu, potom zvyšovanie podielu cudzieho kapitálu na celkovom kapitále vedie k znižovaniu priemerných nákladov kapitálu pre podnik. Tento jav sa označuje pojmom **finančný leverage**. Priemerné náklady kapitálu môžeme stanoviť podľa vzorca:

$$N_K = N_{VK} * [VK / (VK + CK)] + N_{CK} * [CK / (VK + CK)]$$

B) RIZIKO VZNIKU PLATOBNEJ NESCHOPNOSTI – zvyšovanie podielu cudzieho kapitálu na celkovom kapitále podniku zvyšuje riziko vzniku platobnej neschopnosti. Je to preto, že dlhovú službu (t.j. platenie úrokov a uhrádzanie splatných úverov) musí podnik zabezpečovať bez ohľadu na dosahovaný HV. Pri vysokom podiele úveru každý výkyv vo výnosoch a nákladoch podniku môže viesť k neschopnosti platiť úroky a splátky, teda k platobnej neschopnosti. Vzniká **leverage riziko**.

Vznik platobnej neschopnosti vyvoláva dodatočné náklady (platenie penále dodávateľom, zvýšené úroky z úverov nesplatených v lehote a iné), znižuje podnikové výnosy, vznikajú zvýšené náklady spojené s následným prekonávaním platobnej neschopnosti (získavanie dodatočných finančných zdrojov), príp. s nútenou likvidáciou podniku.

Hodnotové ocenenie rizika vzniku platobnej neschopnosti pre rôzny podiel cudzích zdrojov v konkrétnom podniku je zložitá úloha. Veritelia, resp. potencionálni veritelia rôznymi metódami hodnotia úverovú schopnosť a bonitu dlžníckych podnikov a podľa toho sa rozhodujú o poskytovaní úverov a o ich úrokových sadzbách. Je zrejmé, že s rastom podielu cudzieho kapitálu rastie aj veriteľmi požadovaná úroková miera. Pri raste úverového zaťaženia podniku aj vlastníci pociťujú zvyšujúce sa riziko platobnej neschopnosti a tým rast rizikovosti vkladu svojho kapitálu. Preto ako kompenzáciu očakávajú a požadujú vyšší výnos. S rastom podielu cudzieho kapitálu teda rastú aj náklady vlastného kapitálu (tento rast sa označuje ako „skrytá cena dlhu“).

C) ZLOŽENIE PODNIKOVÉHO MAJETKU – má úzku väzbu na štruktúru finančných zdrojov, ktorými je tento majetok krytý. Osobitnú dôležitosť má „kvalita“ aktív z hľadiska ich likvidity, pretože likvidnosť aktív významne determinuje zloženie finančných zdrojov.

Platí tu všeobecne akceptované **zlaté pravidlo financovania**, ktoré požaduje, aby zdroje, ktorými sú jednotlivé zložky majetku finančne kryté, boli v P k dispozícii minimálne na dobu, po ktorú je príslušná zložka majetku v P viazaná. Na to nadväzuje **zlaté bilančné pravidlo**, ktoré požaduje, aby dlhodobý viazaný majetok bol financovaný kapitálom, ktorý má podnik dlhodobý, resp. trvalo k dispozícii, a aby krátkodobý viazaný majetok bol financovaný kapitálom, ktorý má podnik k dispozícii len krátkodobu.

Štruktúra podnikového majetku závisí od odboru podnikania, veľkosti podniku, vnútornej štruktúry jeho činnosti, hospodárskej politiky podniku a od mnohých ďalších skutočností. Práve tak, ako je rôznorodá táto majetková štruktúra, sa v závislosti od toho diferencuje aj finančná štruktúra jednotlivých podnikov.

D) ÚROVEŇ A VÝKYVY CASH FLOW PODNIKU – majú priamu väzbu na možnosť podniku plniť v budúcnosti záväzky dlhovej služby, t.j. v dohodnutých termínoch uhrádzať veriteľom úroky a splátky úverov. Podnik, ktorý očakáva celkový rast svojich tržieb bez väčších výkyvov, môže mať vyšší podiel cudzieho kapitálu, pretože očakávaný vývoj jeho cash flow je zárukou plnenia aj vyšších záväzkov voči veriteľom. Ak podnik očakáva v dôsledku zhoršenia konjunktúry vo svojom odbore podnikania zníženie svojich tržieb a tým aj ziskov, nemal by uvažovať so zvyšovaním podielu cudzieho kapitálu – práve naopak, mal by sa usilovať v záujme svojej bezpečnosti o jeho znižovanie.

E) INTENZITA ZDAŇOVANIA PODNIKOVÉHO ZISKU – pre formovanie finančnej štruktúry je dôležitá preto, že úroky z cudzieho kapitálu sú súčasťou nákladov, znižujú podnikový zisk, a tým aj základ pre výpočet dane z príjmov. S rastom podielu cudzieho kapitálu sa znižuje daňové zaťaženie P. Čím vyššia je daňová sadzba, tým je pôsobenie uvedeného faktora intenzívnejšie.

F) FINANČNÁ VOENOSŤ FIRMY – znamená taký stupeň jej likvidity, aby mala zabezpečenú rýchlu dostupnosť peňazí na využitie dobrej investičnej príležitosti alebo inej šance ponúkanej na trhu. Taká voľnosť je výhodná najmä pre spoločnosti s dobrými rastovými príležitosťami, ktoré sa spravidla usilujú o konzervatívnejšiu finančnú štruktúru, t. z. o vyšší podiel vlastného kapitálu, ktorý umožňuje vyššiu pružnosť pri rozhodovaní.

Optimálna kapitálová štruktúra: také zloženie dd. kapitálu P, pri ktorej sú ϕ N kapitálu min. ;
- také štruktúra, pri ktorej celková hodnota P dosahuje svoje maximum.

ČINITELE OVPLYVŇUJÚCE ROZHODOVANIE O KAPITÁLOVEJ ŠTRUKTÚRE

- | | |
|---|---|
| 1) náklady kapitálu | 5) veľkosť a stabilita dosahovaného zisku |
| 2) odvetvové štandardy | 6) požiadavky veriteľov |
| 3) postoj manažérov k riziku | 7) majetková štruktúra podniku |
| 4) udržanie si kontroly nad činnosťou podniku | 8) rozvoj kapitálového trhu |

Postup v praxi pri rozhodovaní o finančnej štruktúre

1. skúmanie vzťahu medzi rizikom a výnosnosťou
 - v tomto prípade vychádzajú podniky z hodnoty ukazovateľa zadĺženosti a ukazovateľa úr. krytia
2. komparatívna analýza finančnej páky
 - vychádza sa z výpočtu pomerových ukazovateľov, cez ktorý je možné určiť intervaly, v ktorých by sa mala hodnota vlastného, resp. cudzieho kapitálu nachádzať
 - ťažiskom analýzy je skúmanie finančných zdrojov podniku a optimalizovanie ich racionálnej skladby
3. finančné plánovanie

MODELOVÉ PRÍSTUPY K RIEŠENIU OPTIMÁLNEJ FINANČNEJ ŠTRUKTÚRY PODNIKU

Kritériom optimalizácie finančnej štruktúry podniku – rovnako ako aj ďalších finančných rozhodnutí – je **maximalizácia trhovej hodnoty podniku** a súčasne minimalizácia nákladov kapitálu. Vzniká tak zásadná otázka: je možné zmenou finančnej štruktúry ovplyvniť trhovú hodnotu podniku, resp. jestvuje z hľadiska trhovej hodnoty podniku nejaká optimálna finančná štruktúra?

I. KLASICKÝ PRÍSTUP (klasická teória kapitálovej štruktúry)

Podľa tohto najjednoduchšieho prístupu sa zmena finančnej štruktúry prejavuje v trhovej hodnote podniku. Vychádza sa z toho, že finančný leverage znižuje priemerné náklady na podnikový kapitál (t.j. vážený aritmetický priemer nákladov vlastného a cudzieho kapitálu), a tým zvyšuje trhovú hodnotu podniku. Pri dôkaze tohto tvrdenia sa predpokladajú tieto zjednodušenia:

- neberie sa do úvahy zdaňovanie zisku
- neráta sa s tzv. transakčnými nákladmi spojenými s emisiou akcií alebo so získaním cudzieho kapitálu (napr. emisiou obligácií)
- celý zisk sa rozdeľuje na dividendy
- čistý výnos (t.j. zisk a úroky) sa v jednotlivých obdobiach nemení, a nemení sa ani so zmenou finančnej štruktúry
- rozdelenie pravdepodobnosti očakávaných čistých výnosov je pre všetkých investorov rovnaké
- akcionári požadujú konštantné percento výnosu zo svojho kapitálu takisto, ako veritelia požadujú rovnakú úrokovú mieru bez ohľadu na finančnú štruktúru podniku

Za týchto predpokladov je zrejmé, že zvyšovanie podielu cudzieho kapitálu vedie k znižovaniu priemerných nákladov získavania a viazania kapitálu podniku. Súčasne platí: čím vyšší je podiel cudzieho kapitálu, tým relatívne väčšia časť čistého výnosu pripadá vlastníkom kapitálu, a tým je vyššia trhovú hodnotu podniku.

Prichádzame tak k pomerne absurdnému záveru: čím je podnik zadĺženejší, tým nižšie sú priemerné náklady kapitálu pre P, tým vyššia je trhovú cena P a tým vyšší zisk pripadá na 1 akciu. Nemožno tu teda odvodiť nejakú optimálnu finančnú štruktúru. (Je to, samozrejme, dané predpokladmi, ktoré sme formulovali, ktoré nezodpovedajú skutočným pomerom v hospodárstve, a postupne ich budeme pri ďalších prístupoch zmiernovať a tak sa viac približovať skutočnosti.)

II. TRADIČNÝ PRÍSTUP – teória U - krivky

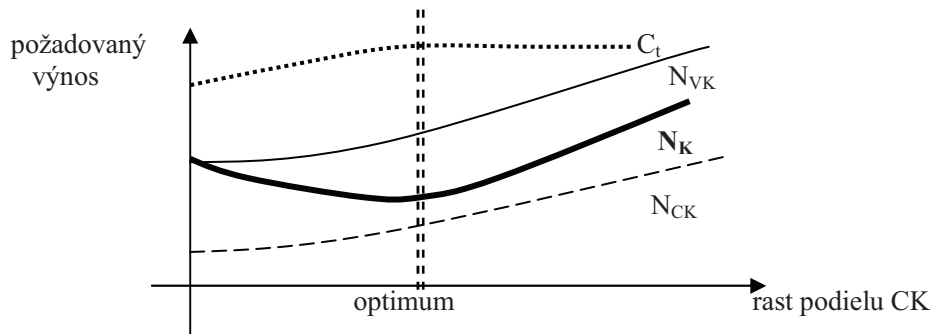
Podľa tejto teórie si P môže požičiavať za bežnú úrokovú mieru až do okamihu keď začnú veritelia požadovať mieru zadĺženosti za takú, ktorá zvyšuje ich riziko. Odvtedy sú ochotní poskytnúť ďalšie úvery len pri vyššej úrokovej miere, a tak priemerná úroková miera, ktorú P platí za cudzí kapitál začína rásť.

– opustíme málo realistický predpoklad, že akcionári a veritelia si pri svojich požiadavkách na výnos z kapitálu a výšku úrokov nevšímajú finančnú štruktúru podniku. Opak je pravdou. Rast zadĺženosti podniku zvyšuje riziko veriteľov, ktorí ho kompenzujú zvýšením úrokovej miery. Rast rizika pociťujú aj akcionári a ako kompenzáciu požadujú vyšší výnos zo svojho kapitálu.

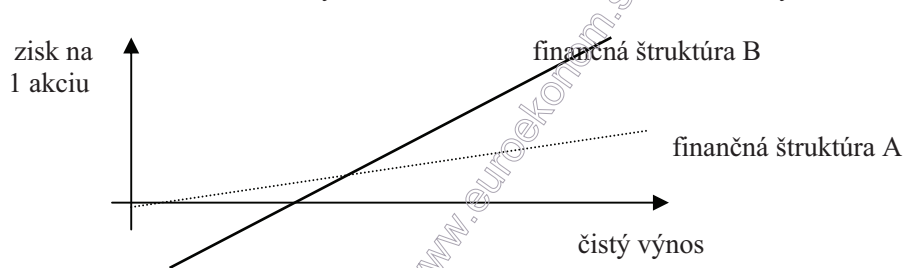
Dostávame sa tak k menej extrémnej interpretácii klasického prístupu. Podľa tohto prístupu, podnik si môže požičiavať za bežnú úrokovú mieru až do okamihu, keď začnú veritelia považovať mieru zadĺženosti

za takú, ktorá zvyšuje ich riziko. Odvtedy sú ochotní poskytnúť ďalší úver len pri vyššej úrokovej miere, a tak priemerná úroková miera, ktorú podnik platí za cudzí kapitál (N_{CK}), začína rásť. Obdobne, akcionári si do istej miery zadĺženia podniku túto otázku nevšímajú. Ak začínajú kvôli zadĺženiu podniku pociťovať riziko pre svoj kapitál, požadujú ako kompenzáciu zvyšovanie jeho výnosu a náklady podniku na vlastný kapitál (N_{VK}) začínajú rásť. Z toho vyplýva, že do určitého podielu cudzieho kapitálu celkové náklady podniku na kapitál (N_K) klesajú a potom začínajú rásť.

Za týchto predpokladov je možné určiť optimálnu finančnú štruktúru – je v bode, v ktorom celkové náklady na kapitál sú minimálne. V tomto bude sa dosahuje aj optimálna (najvyššia) tržová cena podniku (C_t).



- Opustíme teraz predpoklad, že čistý výnos sa v jednotlivých obdobiach nemení, je stály. V skutočnosti možno čistý výnos predpokladať len s istou pravdepodobnosťou, je pohyblivý v závislosti od vývoja konjunktúry a od postavenia podniku na trhu. Toto zrealnenie predpokladov umožňuje demonštrovať vzťah medzi zmenami čistého výnosu a finančnou štruktúrou, znázornený na obrázku:



Vedie nás to k týmto zovšeobecňujúcim záverom:

- ak je miera čistého výnosu kapitálu (t.j. [zisk + úroky] / celkový kapitál) vyššia než úroková miera cudzieho kapitálu, rast podielu cudzieho kapitálu znamená zvyšovanie miery výnosu vlastného kapitálu (t.j. zisk / vlastný kapitál)
- čím vyšší je podiel cudzieho kapitálu vo finančnej štruktúre podniku, tým je miera výnosu vlastného kapitálu citlivejšia na zmeny čistého výnosu vlastného kapitálu, t.j. tým intenzívnejšie sú relatívne zmeny výnosu celkového kapitálu

III. MODEL M-M (konceptia F. Modiglianiho a K. H. Millera)

Základnou tézou tejto koncepcie je tvrdenie, že tržová hodnota podniku nezávisí od jeho finančnej štruktúry. Rozhodujúcim zdôvodnením je, že na dobre fungujúcom trhu musia mať investície prinášajú rovnaký čistý výnos aj rovnakú cenu (t.j. rovnakú tržovú hodnotu). Tržová hodnota podniku teda nezávisí od finančnej štruktúry, ale výlučne od výnosnosti celého kapitálu.

Model M-M ráta s týmito predpokladmi:

- kapitálový trh je dokonalý, informácie sú bezplatné a sú k dispozícii všetkým investorom, neráta sa s transakčnými nákladmi, investori sa správajú racionálne
- podniky možno začleniť do viacerých skupín. V každej skupine sú zaradené podniky s rovnakým stupňom prevádzkového rizika a v dôsledku toho aj s rovnakou výnosnosťou vloženého kapitálu. Rizikovosť a výnosnosť kapitálu sa medzi skupinami podnikov líšia.

- čistý výnos sa v jednotlivých obdobiach nemení a pravdepodobný výnos je pre všetkých investorov v danej skupine podnikov (v danej triede výnosnosti) rovnaký
- neberie sa do úvahy zdaňovanie zisku
- možnosť získať úver a podmienky jeho získania sú rovnaké pre všetky subjekty kapitálového trhu

Finančná teória vyčítala tomuto modelu:

- nezohľadňuje vplyv daní
- existencia nákladov finančných ťažkostí

Existencia nákladov finančných ťažkostí

- vynakladajú sa na zmiernenie rozporov medzi vlastníckmi a manažérmi:
 - * vlastníci sa snažia o výnosnosť aj napriek riziku
 - * manažéri sú opatrnejší pri zvyšovaní zadĺženosti podniku
- sú to náklady, ktoré vznikajú vtedy, keď podniku vznikne riziko platobnej neschopnosti a nie je schopný uhradiť svoje splatné záväzky;
- zahŕňajú:
 - a) *náklady úpadku*- všetky priame a nepriame N, ktoré sú dôsledkom finančných ťažkostí P: N na právnikov a expertov, ktoré musí P uhradiť, zvýšené úroky požadované veriteľmi, ktorí tak kompenzujú zvýšené riziko, znížený záujem zákazníkov, nižšia tržobná cena P, N spojené s odchodom kvalifikovaných pracovníkov z P
 - b) *agentúrne N* - vyplývajú z konfliktu záujmov medzi majiteľmi akcií, manažérmi, či veriteľmi

Tvrdenie II.

Hodnota podniku, ktorý využíva cudzí kapitál = hodnota podniku pri plnom akciovom financovaní + súčasná hodnota daňového štítu – súčasná hodnota nákladov finančných ťažkostí.

Náklady kapitálu možno definovať 3 spôsobmi:

- 1) predstavujú pre P výdavok, ktorý musí zaplatiť za získanie rôznych foriem kapitálu. Cena kapitálu sa vyjadruje v % z hodnoty vloženého kapitálu a používa sa pre ňu pojem náklady kapitálu.
- 2) predstavujú mieru výnosov, ktoré požadujú investori, ktorí vkladajú svoje prostriedky do podniku. Na náklady kapitálu vplyva vo veľkej miere kapitálový trh a situácia na ňom.
- 3) predstavujú minimálnu výnosnosť, ktorú podnik musí dosiahnuť zo svojich nových investícií. Investícia má rovnaké riziko ako celé doterajšie podnikanie.

Je nutné rozlišovať: a) náklady jednotlivých druhov kapitálu
b) priemerné náklady kapitálu

Priemerné náklady kapitálu

- vypočítame ich tak, že náklady určitého druhu kapitálu vynásobíme podielom určitého druhu kapitálu na celkovom kapitále
- existujú 3 dôvody prečo ich P potrebuje zistiť:

1. ϕ N kapitálu možno použiť ako diskontný faktor pri prepočte výnosnosti investičných projektov
2. ϕ N kapitálu možno využiť v podobe hraničných N kapitálu na výpočet optimálnej výšky KV
3. ϕ N kapitálu možno použiť pri výpočte optimálnej kapitálovej štruktúry

Priemerné náklady kapitálu sú bez akýchkoľvek úprav použiteľné ako diskontný faktor, ak:

- štruktúra zdrojov financovania investičného projektu je veľmi podobná kapitálovej štruktúre (štruktúre zdrojov financovania) P ako celku; ak sa počíta s podstatne väčším objemom cudzieho kapitálu, diskontný faktor možno znížiť;
- riziko investičného projektu je rovnaké ako riziko P; ak je riziko investičného projektu väčšie ako riziko P ako celku je potrebné diskontnú sadzbu upraviť.

Hraničné náklady: o koľko vzrastú celkové náklady, ak sa objem výroby zvýši o nejakú jednotku.

IV. KOMPROMISNÁ TEÓRIA KAPITÁLOVEJ ŠTRUKTÚRY

Brealey a Myers spojili prístup M-M s reálnymi podmienkami trhu a vytvorili tzv. kompromisnú teóriu, t.j. zobrazili voľbu kapitálovej štruktúry ako kompromis medzi výhodami úrokového daňového štítu a nákladmi finančných ťažkostí.

Hodnotu P s dlhom vyjadrujú takto:

$$= \text{hodnota } P \text{ financovaného len vl. kapitálom} + SH \text{ ÚDŠ} - SH \text{ NFT}$$

Autori teórie odporúčajú finančným manažérom robiť rozhodnutia o kapitálovej štruktúre vo vzťahu k 4 dimenziám – dane, riziko, typ aktív a finančná voľnosť.

- aj keď náklady cudzieho kapitálu sú nižšie ako náklady vlastného kapitálu, veľké úspešné firmy využívajú skôr vlastné zdroje a majú nízky stupeň zadĺženia
- firmy s bezpečnými hmotnými aktívami a veľkým zdaniteľným príjmom
firmy s nízkym ziskom a rizikovými nehmotnými aktívami by sa mali spoliehať na vlastné zdroje financovania
- táto teória vysvetľuje, prečo existujú rozdiely v kapitálovej štruktúre rôznych odvetví

Moderný kompromisný model kapitálovej štruktúry P je rozšírený o agentské N :

$$\text{Hodnotu } P \text{ s dlhom} = \text{hodnota } P \text{ financovaného len vl. kapitálom} + SH \text{ ÚDŠ} - SH \text{ NFT} + SH \text{ ANE} - SN \text{ AND}$$

$SN \text{ ANE}$ – SH agentských N na vlastný kapitál

$SN \text{ AND}$ – SH agentských N na dlh

V. TEÓRIA HIERARCHICKÉHO PORIADKU

- vypracoval Myers
- existuje rozdiel medzi vonkajším a vnútorným financovaním
- na začiatku stoja vlastné zdroje (napr. nerozdelený zisk), v prípade, ak ich už P nemá, sa obracia na cudzie zdroje (úver), a až poslednú možnosť – spodok hierarchického poriadku – tvorí emisia
- veľké úspešné firmy si málo požičiavajú, lebo málo potrebujú

Je založená na 2 kľúčových predpokladoch:

- manažéri sú lepšie informovaní o investičných príležitostiach svojich P , ako ost. investori mimo P
- manažéri konajú v najlepšom záujme súčasných akcionárov.

VI. TEÓRIA SIGNALIZAČNÉHO EFEKTU

- vychádza z predpokladu asymetrických informácií medzi manažérmi a investormi.
- manažéri sa snažia investorom poskytnúť pozitívny signál o P , očakávajúc záujem investorov a následné zvýšenie cien akcií
- tento signál využívajú dobré P na odlíšenie sa od slabších konkurentov
- vysokú zadĺženosť si môžu dovoliť iba P s dostatočne veľkou výnosnosťou, ktoré sa len s malou P môžu dostať do finančných ťažkostí
- vo všeobecnosti model predikuje, že podnik s lepšími ziskovými a rastovými možnosťami môže použiť vyššie zadĺženie, čo však nie vždy zodpovedá pozorovanému správaniu podnikov

Situácia v oblasti kapitálovej štruktúry u slovenských podnikov

- v SR sa úvahami o optimálnej kapitálovej štruktúre veľké podniky nezaoberajú, lebo trpia nedostatkom zdrojov, a tak sa orientujú len na získavanie akýchkoľvek zdrojov financovania
- v podnikoch na Slovensku až 75 % tvoria cudzie zdroje krátkodobé, a len 30 % tvoria vlastné zdroje
dôvod: nízka miera ROE, s financiami sa nenakladá hospodárne