

## Test E

### 1, Rozhodovanie o výške dividend (20b)

Čistý zisk po zdanení spoločnosti je výnosom akcionárov (vlastníkov). Z teoretického hľadiska by mal byť teda celý zisk rozdelený medzi akcionárov vo forme dividend a oni by mali rozhodnúť o jeho optimálnej alokácii. Akcionári by mali rozhodnúť, či budú reinvestovať svoj podiel na zisku do spoločnosti alebo investovať do výnosnejšieho projektu podnikania mimo spoločnosť. Dividendová politika tento rýdzo teoretický prístup posúva do roviny teoreticko praktickej, t.j. určuje, koľko z vytvoreného zisku je výhodné a podnikateľsky správne ponechať v spoločnosti a koľko vyplatiť na dividendách.

V polovici päťdesiatych rokov sformuloval J. Lintner svoju tézu na základe rozhovorov s manažérmi amerických spoločností o ich dividendovej politike. To, ako sú dividendy určované, možno podľa neho zhrnúť do štyroch bodov:

1. Firmy majú dlhodobo stanovený cieľový výplatný pomer dividend.
2. Manažérov viac znepokojujú zmeny dividend ako ich absolútna úroveň. Vyplatenie dvojdolárovej dividendy je teda významné rozhodnutie, ak posledná dividend bola jeden dolár, ale nič zvláštne ak bola dva doláre.
3. Zmeny dividend sledujú zmeny dlhodobých udržateľných ziskov. Manažéri dividendy „vyhladzujú“. Prechodné zmeny v ziskoch pravdepodobné platby dividend neovplyvnia.
4. Manažéri veľmi neochotne vykonávajú také zmeny, ktoré by neskôr museli zvrátiť. Mimoriadne neradi odvolávajú najmä zvýšenie dividend.

Na základe týchto poznatkov J. Lintner zostavil jednoduchý model, ktorý dobre vysvetľuje dividendové platby. Východiskovým predpokladom v tomto modeli je, že sa firmy snažia udržať určitú výšku dividendového podielu. Ďalšími determinantmi sú dosiahnutý zisk a výška dividendy na jednu akciu v predchádzajúcich rokoch. Model vyzerá takto.

Predpokladajme, že firma sa vždy drží svojho cieľového pomeru. Potom sa dividend v ďalšom roku ( $DIV_1$ ) bude rovnať konštantnému podielu zo zisku na akciu ( $EPS_1$ ):

$$\begin{aligned} DIV_1 &= \text{cieľová dividend} \\ &= \text{cieľový pomer} * EPS_1 \end{aligned}$$

Zmena dividendy sa bude rovnať

$$\begin{aligned} \text{DIV}_1 - \text{DIV}_0 &= \text{zmena cieľa} \\ &= \text{cieľový pomer} * \text{EPS}_1 - \text{DIV}_0 \end{aligned}$$

Firma, ktorá sa vždy drží svojho výplatného pomeru, bude musieť meniť dividendy zakaždým, keď sa zmenia zisky. Manažéri v Lintnerovom prieskume to však nerobili. Verili, že akcionári dávajú prednosť stálemu vzostupu dividend. Preto i v podmienkach, ktoré zdanlivo zaručovali veľké zvýšenie dividend, urobili iba čiastkový krok smerom k ich cieľovej platbe. Zdá sa, že zmeny dividend zodpovedajú skôr nasledujúcemu modelu:

$$\begin{aligned} \text{DIV}_1 - \text{DIV}_0 &= \text{rýchlosť prispôsobenia} * \text{cieľová zmena} \\ &= \text{rýchlosť prispôsobenia} * (\text{cieľový pomer} * \text{EPS}_1 - \text{DIV}_0) \end{aligned}$$

Čím je spoločnosť konzervatívnejšia, tým pomalšie sa bude pohybovať smerom k cieľu a tým nižšia bude jej rýchlosť prispôsobenia.

Lintnerov jednoduchý model ukazuje, že dividendy závisia sčasti od bežných ziskov firmy a sčasti od dividend v minulom roku. Tie zase závisia od ziskov a dividend v predchádzajúcom roku atď.

Pravdepodobnosť vzostupu veľkosti dividend by teda bola najväčšia, ak by bežné zisky vzrástli, mala by byť trochu nižšia, ak by vzrástli iba minuloročné zisky atď.

Tento rozhodovací model, podľa ktorého manažéri rozhodujú o výške dividend, treba doplniť o ďalšie faktory, ovplyvňujúce ich rozhodovanie. významné je uvedomenie si, že dividendové rozhodnutia sú často úzko spojené s inými finančnými a investičnými rozhodnutiami. Z tohto aspektu možno vymedziť dva prístupy:

A) Sú spoločnosti, ktoré - ak vidia svoju budúcnosť optimisticky - usilujú sa čo najviac zadržať vytvorené zisky na expanziu a vyplácajú nízke dividendy. Pri tomto prístupe je dividendové rozhodnutie iba vedľajším produktom rozhodnutia o kapitálových výdavkoch.

B) Na druhej strane sú spoločnosti, ktoré sa snažia financovať rozpočtované kapitálové výdavky hlavne pôžičkami, čím uvoľňujú väčšiu hotovosť na dividendy.

Manažéri pri rozhodovaní o výške dividend často využívajú aj tézy o informačnom obsahu dividend.

## 2, MM model pri kap. štruktúre (20b)

F. Modigliani a M. H. Miller vo svojom modeli (M-M model) k záveru, že za určitých predpokladov sú celkové náklady na podnikový kapitál, a teda aj tržná hodnota podniku nezávislé od jeho kapitálovej štruktúry, pretože na dobre fungujúcom trhu investície prinášajúce rovnaký výnos majú rovnakú cenu. Na

dokonale fungujúcom trhu sú všetky kombinácie cenných papierov rovnako dobré a trhovú hodnotu podniku nezávisí od kapitálovej štruktúry, ale výlučne od výnosnosti celého kapitálu

Model M-M vychádza z týchto predpokladov:

1. Kapitálový trh je dokonalý, informácie sú bezplatné a sú k dispozícii všetkým investorom, nerátá sa s transakčnými nákladmi, investori sa správajú racionálne
2. 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 líšia.
3. Čistý výnos (zisk a úroky) sa v jednotlivých obdobiach nemení a pravdepodobný výnos je pre všetkých investorov v danej triede výnosnosti rovnaký
4. Neberie sa do úvahy zdaňovanie zisku
5. Možnosť získať úver a podmienky na jeho získanie sú rovnaké pre všetky subjekty kapitálového trhu (pre podniky i pre jednotlivcov).

Argumentácia je takáto: pri zvyšujúcom sa podiele cudzieho kapitálu sa požiadavky akcionárov na vyšší výnos zo svojho kapitálu neobjavujú až od istého stupňa zadlženia, ale rastú plynulo. Od istého stupňa zadlženia sa zvyšuje úroková miera z cudzieho kapitálu. Stúpajúce požiadavky akcionárov práve prekrývajú finančné výhody rastúceho podielu cudzieho kapitálu, takže priemerné náklady podniku na získanie a viazanie kapitálu zostávajú rovnaké pri hocakej finančnej štruktúre.

GRAF (nová kniha str. 121 )

V pásme rizikového zadlženia rastie miera výnosu vlastného kapitálu pomalšie (čiara sa zakrivuje nadol). Naopak, miera výnosu cudzieho kapitálu sa zvyšuje (čiara sa zakrivuje nahor). Je to spôsobené tým, že veritelia „preberajú“ časť podnikateľského rizika. Čím viac si podnik požičiava, tým viac rizika sa prenáša z akcionárov na veriteľov.

Vzťahy medzi jednotlivými veličinami možno vyjadriť vzťahom:

$$N_k = V_k / (V_k + C_k) * N_{vk} + C_k / (V_k + C_k) * N_{ck}$$

Zvyšovanie podielu cudzieho kapitálu v kapitálovej štruktúre podniku zvyšuje náklady na vlastný kapitál, ale nezvyšuje priemerné náklady na celkový kapitál a nemení sa ani trhovú hodnotu podniku.

Neskoršie autori M-M modelu priznali vplyv zdanenia príjmov podniku na trhovú hodnotu a dospeli k záveru, že ak sú príjmy podniku zdaňované, môžu akcionári - ak podnik je financovaný aj dlhom - získať.

Pozitívny vplyv cudzieho kapitálu na trhovú hodnotu podniku vyplýva zo skutočnosti, že úroky z dlhu sa zahŕňajú do nákladov a znižujú základ dane z príjmov.

Zníženie dane vplyvom zníženia daňového základu o úroky sa nazýva úrokový daňový štít. Pretože úrokový daňový štít má charakter perpetuity, opakuje sa každý rok, je možné určiť jeho súčasnú hodnotu kapitalizovaním.

Súčasná hodnota úrokového daňového štítu zvyšuje trhovú hodnotu podniku s dlhom v porovnaní s hodnotou podniku financovaného len vlastným kapitálom.

Súčasná hodnota úrokového daňového štítu sa vypočíta takto:

$$SH \text{ ÚDŠ} = C_k * i * T / i = C_k * T$$

$i$  - úrok z dlhu (v % / 100 )

$T$  - daňová sadzba (sadzba dane z príjmu v % / 100 )

$C_k$  - cudzí kapitál

### **3, činitele ovplyvňujúce vnútornú hodnotu akcie 5b**

- a) hodnota kapitálových aktív
- b) pravdepodobné zisky a dividendy
- c) pravdepodobné tempo rastu firmy

### **4, organizovanie finančných procesov 5b**

Je každodenná činnosť, ktorá zabezpečuje, aby sa prijaté finančné rozhodnutia v podniku dôsledne uplatňovali. Významnou súčasťou tejto činnosti je organizovanie vnútropodnikovej komunikácie a motivovanie pracovníkov.

#### **Príklad na výpočet rizika**

## Test S 3 krát bol:

### 1, Periodické plánovanie 5b

Vyplýva z nevyhnutnosti plánovať, kontrolovať a hodnotiť podnik a jeho vnútropodnikové jednotky v relatívne krátkych a súvislých časových periódach. Manažéri, vlastníci vyžadujú časové tabuľky, výsledkom sú periodické fin. plány, plány Z a správy činnosti ako aj vyhodnocovanie postupu práce podniku

### 2. Formy dividend z hľadiska spôsobu distribúcie 5b

1. hotovostná - znižuje hotovostné prostriedky spoločnosti. Na výplatu hotovostnej dividendy nestačí, ak spoločnosť dosiahne zisk, ale musí mať k dispozícii hotovosť na jej skutočnú výplatu
2. nehotovostná (akciová, obligáčna a majetková (naturálna) dividendenda)

### 3. Riziko vecnej investície a meranie rizika (20b) - 4P

### 4. Podmienky rovnováhy na medzinárodnom trhu (predn. str. 93)

Päť vzťahov vedie k pochopeniu príčin rozdielov menových kurzov a úrok. mierach:

**1. Parita kúpnej sily a)** absolútna verzia- rovnaké tovary by mali mať v rôznych krajinách rovnakú cenu. Podľa teórie sa kurzy menia aby sa zachovala parita kúpnej sily porovnávaných krajín a ignoruje pôsobenie dopravných nákladov (Ná), tarif, kvót, rozdiel v produktoch. **b)** relatívna-dynamicky pohľad na men. kurz(MK). MK medzi domácou a zahr. menou odráža zmeny v cenových úrovniach dvoch krajín. Rovnovážny stav(RS) nastane ak  $e_1/e_0 = 1 + i_h / 1 + i_f$ .

$e_1$  - pohotový kurz v čase t,

$e_0$  - zahr. mena vyjadrená v domác. jednotkách v počiatočnom období,

$i_h$  - inflácia v domácej krajine a

$i_f$  - inflácia v zahr. krajine

**2. Fisherov efekt** – nominálna úrok. miera (i) pozostáva z reálnej úrok. miery(r) a inflačnej prémie(a)  $\Rightarrow r = a + i$

**3. Medzinar. Fisherov efekt** - spája paritu kúpnej sily a Fisherov efekt. Podľa tohto efektu sa meny s nízkou mierou inflácie budú zhodnocovať vo vzťahu k menám s vyššou mierou inflácie. Vyjadrenie:  $e_1/e_0 = 1 + r_h / 1 + r_f$ . pričom  $e_1$  – očakávaný menový kurz,  $e_0$  to iste ako hore,  $r_h$  - úrok. miera v domácej kraj. ,  $r_f$  - v zahr. krajine. Ak je termínový kurz správnym indikátorom budúceho

pohotovému kurzu ,potom  $e_1=f_1$ , kde  $f_1$  je termínový kurz pre dodavku jednej jednotky zahraničnej meny v čase  $t$  . takto dostaneme ...

**4. Paritu úrokovej miery** - vzorec:  $r_h - r_f = f_1 - e_0 / e_0$  . Ak nieje dodržaná PUM je tu iniciatíva pre krytú úrok. arbitráž - vtedy ak pohyb peň. prostriedkov poskytuje výhodu krytého úrokového rozdielu t.j. konvertovanie dom. meny na zahr., investovanie zahr. meny a súčasne uzatvorenie termín. kontraktu na dodanie zahr. meny.

**5.terminovy kurz ako indikátor budúceho pohot. kurzu** - existuje vzáj. vzťah medzi pohotovým. a termín. kurzom( $r_1$ ). ak je TK určený správne potom bude odrážať očakav. budúci pohot. kurz v dobe splatnosti( $f_1$ ) .Vzťah:  $f_1=e_1$

**5.Příklad: Metoda CAPM - vypočítat' bety, nakreslit' priamku kapitalového trhu**

## Test N

### 1. metódy používané pri posudzovaní rizika vecných investícií

Nákladové metódy: a) metóda priemerných ročných nákladov,  
b) metóda diskontovaných nákladov

Ziskové metódy: a) metóda priemernej výnosnosti investície

Metódy vychádzajúce z čistej súčasnej hodnoty:

- a) ČSH
- b) vnútorné výnosové %

ALEBO

najčastejšie používané

- a) kritérium maximálneho očakávaného peňažného príjmu (výnosu)
- b) štatistická metóda rozptylu resp. štandardnej odchýlky
- c) variačný koeficient

ďalšie

Korekčné metódy - vstupné veličiny sa korigujú o rizikové prirážky  
Analýza senzibility  
Simulácia rizika

### 2. definujte finančné zdroje na výplatu dividend v SR

Finančné zdroje na výplatu dividend v SR sú vymedzené negatívnym spôsobom, t.j. ako tá časť vlastného imania, ktorej použitie na tento účel nie je zo zákona zakázané. Ide o ostatné fondy tvorené zo zisku, hospodársky výsledok v schvaľovacom konaní - za rok a nerozdelený zisk z minulých rokov.

### 3. meranie trhového rizika portfólia CP, efektívne a optimálne portfólio (prednášky str. 64 nn)

Meranie rizika: Pri výbere CP do port. zohľadňujeme: riziko, kovarianciu ceny CP k pohybu cien CProv na trhu = trhové riziko (nedá sa odstrániť dá sa len zmerať beta koef.)  $\beta =$  meria citlivosť CP na pohyby trhu. Ak meriam trh. riziko, meriam citlivosť. Priemerná akcia má  $\beta=1$  Citlivá akcia  $\beta$  väčšie ako 1, bezriziková  $\beta = 0$

a)metóda najmenších štvorcov  $\beta =$

b) koef.  $\beta$  sa dá vypočítať aj ináč  $\beta =$

Kim = korelačný koef. výnosnosti akcie k výnosnosti trhu

Koef.  $\beta$  nie je spoľahlivý ukazovateľ, lebo závisí od kvality vstupných údajov:

-počet sledovaných údajov, dĺžka obdobia, ktoré zachycujú, zmeny trh. rizika v čase. 2 spôsoby výpočtu  $\beta$  koef.: \*pomocou vzorcov dosadíme údaje z minulosti, \*očakávané  $\beta$  –ex ante

#### 4. činitele ovplyvňujúce fin. štruktúru podniku

FS podniku je podiel jednotlivých zložiek VK a CK na celkovom kapitále, ktorý finančne kryje majetok podniku.

Na FS pôsobia :

1. náklady(Na) podniku(Po) na získavanie a viazanie jednotl. zložiek kapitálu
- 2.zloženie podnikového majetku
3. výkyvy CF
4. Riziko (Ri) spojené s úverovým zaťažením
5. spôsob a intenzita zdaňovania zisku Po
6. potreba udržania zvolenej úrovne likvidity.
7. situácia na finančnom trhu
8. inflácia

Pre úvahy o optimálnej fin. štruktúre sú dôležité skutočnosti :

- a)** Na Po na získanie a viazanie vlastného kapitálu. Je to preto že Ri vlastníka je vyššie než Ri veriteľa a podiel na zisku sa vlastníkom vypláca zo zisku po zdanení zatiaľ čo úroky z úverov sú časť Ná a znižujú daň z príjmov platenú Po.
- b)** zvyšov. podielu VK na celkovom kapitále t.j. finančný leverage alebo použitie fin. páky znižuje priem. Ná Po na získanie a viazanie kapitálu ale zvyšuje Ri plat. neschopnosti Po a tie môžu vyústiť do likvidácie Po . Vlastníci pre toto Ri požadujú vyšší vynos z kapitálu. Kritériom optimalizácie FS Po je maximalizácia trhov. hodnoty. V a.s. sa toto kritérium prejavuje ako

Časťou finančnej štruktúry je kapitálová štruktúra, ktorá sa spravidla chápe ako štruktúra dlhodobého kapitálu podniku.

**Pr.: možná TC akcii komparatívnou metódou**