

ROZHODOVANIE O VOĽBE ZDROJOV DLHODOBÉHO FINANCOVANIA PODNIKU, FINANČNÁ ŠTRUKTÚRA PODNIKU, MODEL Y FINANČNEJ ŠTRUKTÚRY, OPTIMÁLNA FINANČNÁ ŠTRUKTÚRA

Finančné potreby a finančné zdroje podniku

Finančné potreby podniku môžeme z hľadiska príčin ich vzniku členiť na:

- ❑ **potreby vznikajúce pri založení podniku** – pri založení podniku treba najskôr sústrediť kapitál, s ktorým možno začať podnikateľskú činnosť. Je to prvotný vklad podnikateľa tvoriaci ZI podniku. Spôsob získavania prvotného vkladu kapitálu sa líši podľa právnej formy zakladaného podniku, a s jednotlivými právnymi formami podnikov sa spája aj rad podmienok a obmedzení pre finančné sústreďovanie ZI podniku. Pri zahájení podnikovej činnosti vznikajú však aj ďalšie finančné potreby – podnik plynulo nakupuje materiál, začína vyrábať, vyplácať mzdy, vznikajú ďalšie prevádzkové výdavky, t. z. začína normálny kolobeh kapitálu spojený s podnikateľskou činnosťou. Postupne sa vytvorí charakteru podnikových aktivít zodpovedajúca štruktúra majetku. Súčasne dochádza ku zapojeniu cudzieho kapitálu do celkového kapitálu, vznikajú rôzne krátkodobé či dlhodobé záväzky, t. z. ustáľuje sa tak finančná štruktúra, zodpovedajúca finančnej politike podniku.
- ❑ **potreby vznikajúce pri činnosti a ďalšom rozvoji podniku** – ďalší rozvoj podniku je podmienený zvyšovaním kapitálu. Zdrojmi môžu byť:
 - *dodatočné vklady vlastníkov* (v a.s. ďalšia emisia akcií, v iných právnych formách zvýšenie vkladu spoločníkov)
 - *vnútorné zdroje* zahŕňajúce zisk po zdanení znížený o podiely vyplatené vlastníkom, a odpisy HIM a NIM (odpisy neznamenajú prírastok kapitálu, len uvoľnenie jeho časti v peňažnej forme; používajú sa spravidla na obnovu IM, príp. s ďalšími zdrojmi uvoľnenými reštrukturalizáciou podnikového majetku na alokáciu zodpovedajúcu rozvojovým zámerom podniku)
 - *prírastky podnikových záväzkov*, predovšetkým záväzkov dlhodobých a strednodobých

Finančné zdroje podniku môžeme členiť z rôznych hľadísk, pričom každé nám bližšie charakterizuje istú stránku ich pôsobenia v podniku.

- a) podľa účelu, na ktorý sú určené, získava podnik finančné zdroje ako kapitál alebo ako peniaze:
- **finančné zdroje ako kapitál** – ak zdroje slúžia na zriadenie, rozšírenie, modernizáciu alebo iné zveľadenie podniku, investujú sa, vkladajú sa teda do podniku na trvalo alebo dlhodobo. Podnik ich spravidla získava na kapitálovom trhu.
 - **finančné zdroje ako peniaze** – slúžia na zabezpečenie platobnej schopnosti a likvidity podniku v priebehu jeho hospodárenia, uspokojujú iba dočasnú, spravidla krátkodobú finančnú potrebu, a získavajú sa na peňažnom trhu
- b) z časového hľadiska:
- **finančné zdroje k dispozícii na neobmedzený čas (trvalo)** – takýto charakter má ZI podniku získavané pôvodnými a dodatočnými vkladmi vlastníkov a samofinancovaním
 - **dlhodobé finančné zdroje** – zdroje získavané úverovou formou. Spravidla sa podrobnejšie členia na dlhodobé záväzky (so splatnosťou nad 4 až 6 rokov) a strednodobé záväzky (so splatnosťou 1 až 4 roky).
 - **krátkodobé finančné zdroje** – rôzne druhy úverových zdrojov s lehotou splatnosti do 1 roka

c) podľa zdroja, z ktorého do podniku finančné zdroje plynú:

- **externé finančné zdroje** – všetky zdroje plynúce do podniku od iných subjektov, t. z. všetky druhy úverov a pôžičiek, dotácie, ale aj pôvodné a dodatočné vklady vlastníkov
- **interné finančné zdroje** – zisk po zdanení znížený o dividendy, odpisy z IM a zdroje uvoľňované pri zmenách majetkovej a finančnej štruktúry

d) z hľadiska vlastníctva:

- **vlastné finančné zdroje** – interné zdroje, pôvodné a dodatočné vklady vlastníkov. Všetky tieto zdroje má podnik trvalo k dispozícii, vytvárajú jeho vlastné imanie, t.j. ZI, fondy, v ktorých sa postupne kumulujú vnútorné podnikové zdroje venované na jeho rozvoj (kapitálov fondy a fondy zo zisku), ako aj ešte nerozdelený zisk.
- **cudzie finančné zdroje** – zahŕňajú všetky druhy úverov, pôžičiek a záväzkov (vrátane stálych a nestálych pasív), príp. aj nenávratnú finančnú pomoc, ktorú poskytuje podniku ŠR, účelové fondy a nadácie.

Vzájomné vzťahy rozoberaných pohľadov na finančné zdroje sú zobrazené v tabuľke:

	FINANČNÉ ZDROJE				
	Zisk	Odpisy	Vklady vlastníkov	Finančná pomoc	Dlhodobé a strednodobé úvery a záväzky
Podľa času	trvalé			dlhodobé	krátkodobé
Podľa zdroja	interné		externé		
Podľa vlastníctva	vlastné			cudzie	

Finančná štruktúra

Finančná štruktúra – podiel jednotlivých zložiek vlastného a cudzieho kapitálu na celkovom kapitále, ktorý finančne kryje majetok podniku. 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 podniku k určitému časovému okamihu, je súčasťou finančnej štruktúry

Finančné zdroje podniku môžeme rozdeliť na 3 základné skupiny:

1. **VLASTNÉ ZDROJE:**

- a) **základné imanie** – tvorí sa vkladmi vlastníkov alebo upisovaním akcií v nominálnej cene. Tvorí v podstate pevnú časť vlastného imania, ktorá vzniká najmä pri založení spoločnosti. Meniť sa môže len so súhlasom spoločníkov alebo valného zhromaždenia a.s. Jeho veľkosť je daná právnymi predpismi (Obchodný zákonník), mala by zodpovedať trvalej potrebe vlastného kapitálu, ktorá vyplýva z potreba stáleho majetku a trvalej časti obežného majetku. V prípade vykazovania straty, ktorá sa neuhradí inou formou, dochádza k zníženiu ZI.
- b) **kapitálové fondy** – možno sem zaradiť najmä emisné ážio (časť uznaných vkladov, ktorými sa nezvyšuje ZI kapitálovej spoločnosti, tvorí sa prebytkom emisnej ceny nad NH akcie), fondy tvorené z darov, dotácií na nadobudnutie stáleho majetku, vklady spoločníkov, ktorými sa nezvyšuje ZI a pod.
- c) **fondy zo zisku** – majú charakter tzv. zákonných fondov (ako zákonný rezervný fond, ktorý sa musí tvoriť v s.r.o. a v a.s., a nedeliteľný fond, ktorý sa tvorí v družstve), alebo charakter dobrovoľný (vznikajú na základe spoločenskej zmluvy, stanov, rozhodnutia VZ a pod.)
- d) **HV minulých rokov** – vystupuje v podobe nerozdeleného zisku, teda zisku, ktorý nebol použitý na prídely do fondov alebo na dividendy a previedol sa do ďalšieho obdobia

- e) **HV bežného účtovného obdobia** – podlieha schvaľovaciemu konaniu obchodnej spoločnosti alebo družstva, preto sa do doby jeho rozdelenia eviduje na účte „HV v schvaľovacom konaní“. Časť z neho sa zvyčajne rozdeľuje aj mimo podniku vo forme dividend, podielov na HV a pod.

2. CUDZIE ZDROJE:

- a) **rezervy** – tvoria sa na vrub nákladov podniku (znižujú vykazovaný zisk). Predstavujú čiastky peňazí, ktoré bude musieť podnik v budúcnosti vydať, ide teda o budúce záväzky (napr. rezervy na opravy HIM, na úhradu kurzových strát a pod.). Z dôvodu záväzkov sú teda cudzími zdrojmi.
- b) **dlhodobé záväzky** – vystupujú vo forme záväzkov z obchodného styku po dobu dlhšiu ako 1 rok. Patria sem emitované obligácie, dlhodobé zálohy od odberateľov, dlhodobé zmenky na úhradu a pod.
- c) **krátkodobé záväzky** – predstavujú záväzky voči dodávateľom po dobu kratšiu ako 1 rok, krátkodobé zmenky na úhradu, krátkodobé zálohy od odberateľov, záväzky voči zamestnancom, voči inštitúciám sociálneho zabezpečenia, voči spoločníkom, štátu a pod.
- d) **bankové úvery a výpomoci** – zahrňujú dlhodobé úvery s lehotou splatnosti dlhšou ako 1 rok, bežné krátkodobé úvery, úvery na eskontované zmenky, ako aj krátkodobé finančné výpomoci (emitované krátkodobé obligácie, komerčné CP a pod.)

3. **OSTATNÉ PASÍVA** – zachytávajú najmä zostatky výdavkov budúcich období, zostatky výnosov budúcich období a kurzové rozdiely

Finančnú štruktúru ovplyvňuje kombinované pôsobenie množstva faktorov:

- ❑ **NÁKLADY KAPITÁLU** – náklady podniku 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 podniku. S rastúcim rizikom rastú aj náklady vlastného kapitálu, pretože musia investorom kompenzovať zvýšené ohrozenie ich kapitálu.
- b) **náklady cudzieho kapitálu** – úrok, ktorý treba platiť veriteľom. Základná úroková 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 náklady vlastného kapitálu sú pre podnik vyššie ako náklady 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 vrátia. 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 prihliadame 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:

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

- **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“).

- **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 podniku k dispozícii minimálne na dobu, po ktorú je príslušná zložka majetku v podniku 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.

- **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.

- ❑ **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 podniku. Čím vyššia je daňová sadzba, tým je pôsobenie uvedeného faktora intenzívnejšie.
- ❑ **FINANČNÁ VOĽNOSŤ 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.

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?

Jednotlivé modely riešiace otázku optimálnej finančnej štruktúry:

1. **KLASICKÝ PRÍSTUP** – 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

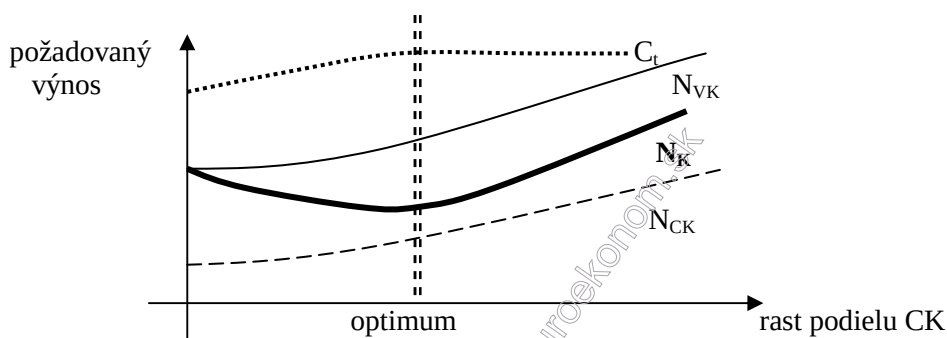
Za týchto predpokladov je zrejmé, že zvyšovanie podielu cudzieho kapitálu vedie k znižovaniu priemerných nákladov získavania a viazania kapitálu podniku. Súčasne platí: čím vyšší je podiel cudzieho kapitálu, tým relatívne väčšia časť čistého výnosu pripadá vlastníkom kapitálu, a tým je vyššia trhovú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

Prichádzame tak k pomerne absurdnému záveru: čím je podnik zadĺženejší, tým nižšie sú priemerné náklady kapitálu pre podnik, tým vyššia je trhovú cenu podniku 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.)

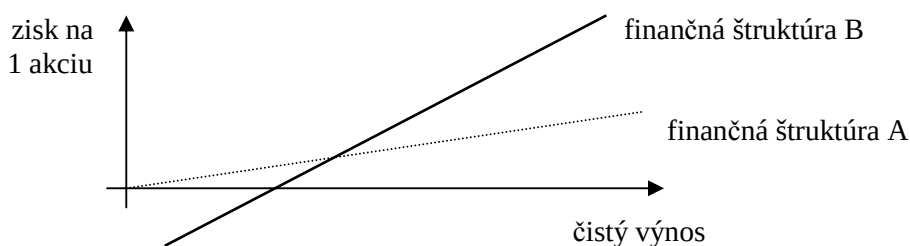
2. **TRADIČNÝ PRÍSTUP** – opustíme málo realistický predpoklad, že akcionári a veritelia si pri svojich požiadavkách na výnos z kapitálu a výšku úrokov nevšímajú finančnú štruktúru podniku. Opak je pravdou. Rast zadĺženosti podniku zvyšuje riziko veriteľov, ktorí ho kompenzujú zvýšením úrokovej miery. 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).



3. 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:

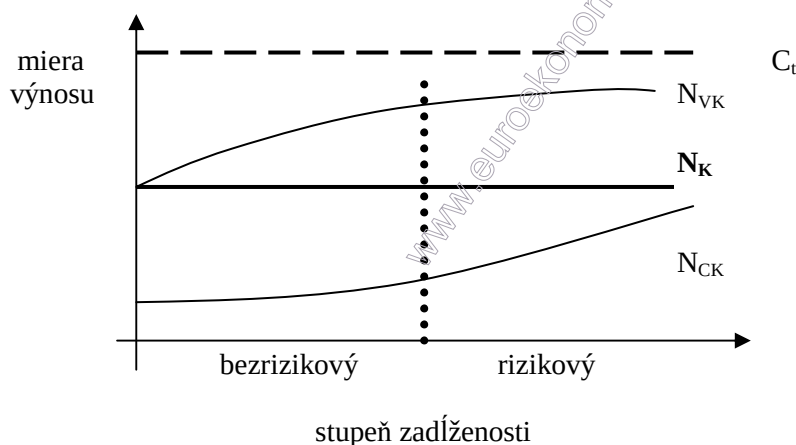
- ak je miera čistého výnosu kapitálu (t.j. $[\text{zisk} + \text{úroky}] / \text{celkový kapitál}$) vyššia než úroková miera cudzieho kapitálu, rast podielu cudzieho kapitálu znamená zvyšovanie miery výnosu vlastného kapitálu (t.j. $\text{zisk} / \text{vlastný kapitál}$)
- čím vyšší je podiel cudzieho 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

4. **MODEL M-M** (konceptia F. Modiglianiho a K. H. Millera) – základnou tézou tejto koncepcie je tvrdenie, že trhovú hodnotu 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 trhovú hodnotu). Trhovú hodnotu 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

Argumentácia je takáto: pri zvyšujúcom sa podiele cudzieho kapitálu sa požiadavky akcionárov na vyšší výnos zo svojho kapitálu neobjavujú až do istého stupňa zadĺženia, ale rastú plynulo. Od istého stupňa zadĺženosti sa zvyšuje aj úroková miera z cudzieho kapitálu. Stúpajúce požiadavky akcionárov práve prekrývajú finančné výhody rastúceho podielu cudzieho kapitálu, takže priemerné náklady na získanie a viazanie kapitálu zostávajú rovnaké pri akejkoľvek finančnej štruktúre. Graficky môžeme túto skutočnosť znázorniť takto:



V pásme rizikového zadĺženia 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 možno interpretovať takto:

$$N_K = \frac{VK}{VK + CK} * N_{VK} + \frac{CK}{VK + CK} * N_{CK}$$

resp. úpravou dostaneme:
$$N_{VK} = N_K + \frac{CK}{VK} * (N_K - N_{CK})$$

Vzťah možno interpretovať takto: očakávaná miera výnosu z vlastného kapitálu (náklady podniku na vlastný kapitál) v podniku s účasťou cudzieho kapitálu rastie priamo úmerne pomeru cudzieho kapitálu k vlastnému kapitálu vyjadrenému v trhovách hodnotách. Miera tohto rastu závisí od rozdielu medzi očakávaným výnosom z celého kapitálu a výnosom dlhu (úrokovou mierou).

V modelových prístupoch k riešeniu problematiky finančnej štruktúry podniku sa pracovalo s predpokladmi, ktoré nie sú v ekonomickej praxi splnené. Najviac kritizovaný bol práve M-M model. Zohľadňovanie skutočných, reálnych podmienok trhu (opúšťanie niektorých nereálnych predpokladov) znamená, že dochádza k istým korekciám modelu, a sú to tieto 3 základné korekcie:

a) **Na formovanie kapitálovej štruktúry podniku pôsobí dôchodková daň (daň z príjmov).**

Pretože úroky z cudzieho kapitálu znižujú základ tejto dane, zvyšovanie podielu cudzieho kapitálu znižuje vážený aritmetický priemer nákladov na získavanie a viazanie celkového kapitálu podniku. to koriguje tézu M-M modelu, podľa ktorej finančná štruktúra nevlplyva na trhovú cenu podniku. Aké zníženie dane sa dosiahne vplyvom zníženia daňového základu o úroky, je zrejmé zo vzťahu:

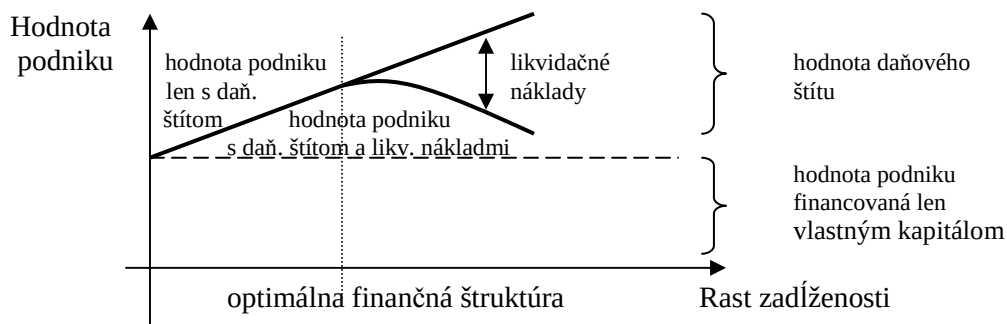
$$\text{zníženie dane} = \text{úroková miera} * \text{cudzí kapitál} * \text{daňová sadzba}$$

Zníženie dane vplyvom úroku (tzv. **daňový štít**) znamená zvýšenie príjmu z vlastného kapitálu o rovnakú sumu. Kapitalizovaný daňový štít (pôvodný daňový štít upravený o mieru kapitalizácie - spravidla ňou býva úroková miera cudzieho kapitálu) zvyšuje trhovú cenu podniku s podielom cudzieho kapitálu. Upravená trhovú hodnota podniku sa teda rovná jeho pôvodnej trhovej hodnote (ak by bol financovaný len vlastným kapitálom), zvýšenej o kapitalizované zníženie dane z titulu úroku plateného za používaný cudzí kapitál.

b) **Rast podielu cudzieho kapitálu na celkovom kapitále zvyšuje riziko bankrotu podniku.** Pri vysokom podiele dlhu rastie pravdepodobnosť, že nastane obdobie, keď podnik nebude schopný uhradzovať úroky a splátky dlhu. Vzniknú finančné ťažkosti, ktoré môžu vyústiť až do jeho bankrotu a likvidácii.

Náklady spojené s finančnými ťažkosťami podniku spojenými s vysokým zadĺžením sú veľmi rôznorodé. Nie sú to len priame náklady spojené s možnou likvidáciou podniku. Významné sú aj náklady, resp. straty zo suboptimálnych rozhodnutí v období finančných ťažkostí podniku. Podnik je napr. nútený predať časť svojich aktív za nevýhodné ceny, aby získal hotovosť, musí sa zrieknuť realizácie ziskových projektov, znižuje výdavky na východu svojich pracovníkov, na výskum a vývoj, znižuje stav zásob, je nútený prijať ďalšie pôžičky aj za nevýhodných podmienok, znížiť výšku vyplácaných dividend, atď. To všetko smeruje k záveru, že zvyšovanie podielu cudzieho kapitálu vedie súčasne k zvyšovaniu nákladov podniku na získavanie a viazanie celkového kapitálu. Kvantitatívne sa toto zvýšenie rovná nákladovému oceneniu rizika vzniku finančných ťažkostí a bankrotu, a súhrnne môžeme tieto náklady nazvať "likvidačné náklady".

Keď posúdime spoločný vplyv daňového štítu pri rastúcej zadĺženosti firmy a rastúcich nákladoch kapitálu z dôvodov rastúceho rizika, prichádzame k záveru, že trhovú hodnotu firmy sa mení so zmenami podielu cudzieho kapitálu. Z tohto hľadiska jestvuje optimálna finančná štruktúra, a to v bode, kde hraničné výhody daňového štítu sa rovnajú nákladom anticipovaných finančných ťažkostí z titulu zadĺženia. Graficky to môžeme vyjadriť takto:



c) **v praktickom ekonomickom živote vplýva na rozhodovanie o finančnej štruktúre podniku viacero ďalších faktorov a tendencií.** Najdôležitejšie z nich sú:

- **okrem podnikovej dane z príjmov platia daň z príjmov aj akcionári a veritelia.** Akcionári platia daň z dôchodku získavaného z akcií (dividendy a kapitálové zisky z prírastku trhovej ceny akcie). Veritelia platia daň zo získavaných úrokov. Potom už nie je cieľom minimalizovať daňové zaťaženie podnikového dôchodku, ale podnik sa musí vo svojej finančnej politike (a teda aj v riadení svojej finančnej štruktúry) snažiť minimalizovať súčasnú hodnotu všetkých daní platených z dôchodku podniku.
- **v praxi nebýva splnený predpoklad, že prístup k úveru a podmienky jeho získania sú pre podniky a jednotlivcov rovnaké**
- **konkrétne zloženie podnikového majetku.** Základnými zložkami majetku sú stále a obežné aktíva, pričom každé z nich sa vnútorne člení na rad ďalších položiek. Z hľadiska vplyvu na finančnú štruktúru podniku nie je dôležité vecné zloženie majetku, ale výlučne rýchlosť obratu jednotlivých položiek aktív – teda čas, za ktorý sa v priebehu bežnej podnikovej činnosti premenia na peniaze. Podniky sa snažia rešpektovať zlaté pravidlo financovania – podľa neho zdroje, ktorými sú finančne kryté jednotlivé zložky majetku, by mali byť k dispozícii podniku minimálne na čas, kedy je príslušná zložka majetku v podniku viazaná. T. z., že je dôležitý nielen podiel cudzieho kapitálu na celkovom kapitále podniku, ale aj vnútorná štruktúra cudzieho kapitálu. Ide najmä o dohodnutú lehotu, po ktorú je cudzí kapitál k dispozícii (podiel dlhodobých, strednodobých a dlhodobých záväzkov). Štruktúra cudzích zdrojov by teda mala zodpovedať štruktúre podnikového majetku.
- **úroveň a výkyvy cash flow podniku.** Čím vyššia je očakávaná úroveň cash flow a čím nižšie sú výkyvy v procese jeho prílevu, tým vyšší môže mať podnik podiel cudzieho kapitálu. Plnenie dlhovej služby nie je totiž natoľko ohrozené.
- **každý podnik** – v závislosti od vzťahu svojho manažmentu k riziku – **formuje finančnú štruktúru s istými požiadavkami na finančnú istotu a finančnú voľnosť.** Finančná istota – také riešenie štruktúrnych otázok, ktoré pri neočakávanom vzniku finančných ťažkostí umožňujú podniku dostatočne pružne zmeniť zloženie aktív a finančnú štruktúru tak, aby získal potrebnú hotovosť. Také riešenie je vhodné nielen pri prekonávaní finančných ťažkostí, ale aj z hľadiska tzv. **finančnej voľnosti** – rýchla dostupnosť peňazí na využitie ziskových možností, ktoré sa neočakávajú objavia na trhu.
- **finančnú štruktúru do istej miery môžu ovplyvniť rozdielne záujmy vlastníkov a manažérov.** Vlastníci majú záujem na maximalizácii trhovej hodnoty podniku, preto preferujú finančnú štruktúru, ktorá je tomuto cieľu podriadená (t.j. pri únosnom riziku umožňuje optimalizovať podiel lacnejšieho cudzieho kapitálu). Manažéri majú spravidla averziu k riziku a podriaďujú rozhodovanie snahe stabilizovať svoje postavenie vo firme. Preto uprednostňujú menej rizikový väčší podiel vlastného kapitálu na celkovom kapitále firmy (t.j. konzervatívnejšiu a menej rizikovú finančnú štruktúru). Svoje záujmy môžu presadzovať vďaka tomu, že majú

spravidla lepšie informácie o vnútornej situácii a možnostiach firmy, než jej vlastníci, a preto sa ich rozhodnutia sú zo strany vlastníkov ťažšie napadnuteľné.

- **na zmeny vo finančnej štruktúre podniku môže vplývať aj miera inflácie.** Inflácia zvyhodňuje dlžníkov na úkor veriteľov, a preto jej rast stimuluje podniky, aby si viac požičiavali, stimuluje teda rast podielu cudzieho kapitálu. Rovnakým smerom pôsobí to, že s rastúcou infláciou síce rastú úrokové miery z úverov (zahŕňajú aj inflačnú prémii), ale platené úroky zároveň znižujú základ dane pre výpočet dane z príjmov. Rast úrokov je teda tlmený daňovým štítom. Na druhej strane, inflácia zvyšuje reprodukčné ceny IM. Odpisy sa však vykonávajú z pôvodných cien nadobudnutia jednotlivých zložiek IM. To vedie k podhodnoteniu nákladov, k vykazovaniu vyššieho zisku, ktorý je základom pre výpočet dane z príjmov. Z hľadiska dynamiky sa relatívne znižuje tvorba zdrojov samofinancovania podniku, čo sa nevyhnutne prejaví zmenami finančnej štruktúry. Okrem toho je dôležité, či sa ceny konkrétnych výrobných faktorov používaných podnikom a realizačné ceny jeho produkcie menia tempom zodpovedajúcim priemernej miere inflácie, alebo sa od tohto tempa s rôznou intenzitou odchyľujú.
- **zmeny finančnej štruktúry podniku vyžadujú náklady a čas.** Prispôsobenie sa finančnej štruktúry zmeneným vonkajším podmienkam alebo zmeneným názorom podnikového manažmentu vyvoláva dodatočné náklady. Tak napr. dodatočná emisia akcií alebo emisia a umiestnenie obligácií sú nákladné opatrenia. Proces prispôsobovania štruktúry trvá aj istý čas.
- **rôzne praktiky manažmentu na dosiahnutie finančných výhod pre akcionárov, resp. na odvrátenie bankrotu.** Spravidla ide o praktiky realizované na úkor veriteľov a podniky sa k nim uchýľujú pri krajnej tiesni hroziacej bankrotom. Napr. aj vo finančnej tiesni sa akcionári snažia o výplatu vysokých dividend. Vlastný kapitál firmy sa tým síce oslabí, ale trhovú cenu akcií klesne menej než zodpovedá sume vyplatených dividend, pretože časť poklesu hodnoty podniku znášajú veritelia. Iný príklad: podnik emituje pomerne bezpečné obligácie na istú sumu. Okrem toho sa však zadlží aj inou formou. Tým sa stáva celý dlh rizikovejší, kurz podnikových obligácií klesne a ich držitelia utrpia kapitálovú stratu.

Zo spomínaných skutočností môžeme formulovať pravidlo pre zostavenie **optimálnej finančnej štruktúry** – dosahuje sa vtedy, keď výhody plynúce zo zvyšovania podielu úverových zdrojov sa vyrovnajú s marginálnymi nákladmi finančných ťažkostí spojených s týmto rastom úverových zdrojov (najmä s možným vznikom platobnej neschopnosti). Kritériálnou funkciou je zrejme minimalizácia nákladov spojených so získavaním a viazaním podnikového kapitálu.

Záverom možno konštatovať, že riadenie finančnej štruktúry podniku je jednou z kľúčových a pritom najzložitejších úloh finančného manažmentu.