

Otázka č. 12

Finančná štruktúra podniku: je podiel jednotlivých zložiek vlastného a cudzieho kapitálu na celkovom kapitále, ktorý finančne kryje majetok podniku.

Kapitálová štruktúra: spravidla sa chápe ako štruktúra dlhodobého kapitálu podniku. Je teda časťou finančnej štruktúry.

R. A. Brealey a S. C. Myers vymedzili kapitálovú štruktúru ako zmes rôznych cenných papierov. Potom jej výber je podľa nich v zásade problémom marketingu. Firma sa usiluje nájsť takú kombináciu, ktorá by maximalizovala jej celkovú trhovú hodnotu.

Finančná štruktúra podniku	Kapitálová štruktúra podniku
	Čistý prevádzkový kapitál (krytie obežných aktív a krátkodobé záväzky)

Správne rozhodnutie = odpovede na otázky:

1. Má kapitálová štruktúra vôbec nejaký význam, môže sa celková trhovú hodnota podniku zvýšiť alebo znížiť tým, že sa zmení pomer medzi dlhom a vlastným kapitálom?
2. Ak má význam, ktoré faktory potom určujú optimálny pomer medzi dlhom a vlastným kapitálom, aby sa maximalizovala trhovú hodnota podniku a minimalizovali náklady na kapitál?

Cieľom je vybrať takú budúcu štruktúru, nájsť takú kombináciu cenných papierov, ktorá bude pre investorov najspoľahlivejšia, ktorá bude maximalizovať trhovú hodnotu podniku.

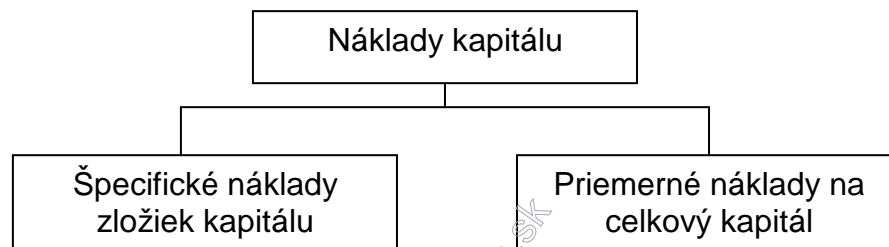
Činitele pôsobiace na rozhodovanie o kapitálovej štruktúre:

- a.) náklady podniku na získanie druhu kapitálu,
- b.) stupeň rizika poskytovateľov kapitálu,
- c.) zloženie podnikových aktív,
- d.) veľkosť a stabilita podnikových ziskov a cash flow,
- e.) zdanenie ziskov,
- f.) financia leverage – použitie finančnej páky (zvyšovanie podielu cudzieho kapitálu na celkovom kapitáli podniku),
- g.) náklady finančných ťažkostí,
- h.) náklady agentstva,
- i.) finančná voľnosť.

Faktory ovplyvňujúce kapitálovú štruktúru (sú výsledkom empirických výskumov):

1. *úroveň a stabilita cash flow* (čím nižšie sú jeho výkyvy, tým vyšší môže mať podnik podiel cudzieho kapitálu),
2. *kontrola nad podnikom* (pri emisii nových akcií sa rozdeľuje vlastnícka štruktúra a stráca sa kontrola nad podnikom),
3. *vlastnícka štruktúra* (preferencie vlastníkov pri miere koncentrovanosti vlastníctva),
4. *dividendová politika* (vzťah dividendová politika – zadlženosť),
5. *miera inflácie*,
6. *kapitálový trh a transakčné náklady*,
7. *charakter podniku, či príslušnosť k odvetviu*.

Náklady na kapitál podniku: predstavujú výdavok, ktorý musí podnik zaplatiť za získanie a viazanie rôznych foriem kapitálu na financovanie svojich aktivít. Z pohľadu investorov – požadovaná miera výnosu, ktorú požadujú investori.



Činitele ovplyvňujúce ich výšku:

- a.) lehota splatnosti kapitálu,
- b.) riziko investora,
- c.) spôsob úhrady nákladov kapitálou podnikom (dividenda, úrok).

Kvantifikácia jednotlivých zložiek kapitálu:

a.) náklady na dlh (náklady na úvery alebo emisiu obligácií, sú vyjadrené v podobe úroku, ktorý podnik musí zaplatiť svojim veriteľom, úrok znižuje základ dane z príjmov – je potrebné to zohľadniť),

$$k_d = i \cdot (1 - T)$$

k_d – náklady na dlh (úver) v %,

i – úrok z úveru v %,

T – sadzba dane z príjmu v %/100.

Pri obligácii – náklady sa rovnajú takej úrokovej sadzbe, pri ktorej súčasná hodnota úrokových výnosov a súčasná hodnota nominálnej ceny obligácie sa rovná čístej výťažku emisie pre podnik.

$$P_0 - E = \sum C_t / (1 + k_d)^t + P_n / (1 + k_d)^n$$

P_0 – tržobná cena obligácie,

E – emisné náklady an emisiu obligácií,

C_t – úrok z obligácie v jednotlivých rokoch v Sk,

k_d – požadovaná výnosnosť dolehoty splatnosti v %/100,

- P_n – nominálna cena obligácie,
- t – jednotlivé roky lehoty splatnosti obligácie,
- n – lehota splatnosti obligácie.

b.) náklady na vlastné imanie,

Náklady na prioritné akcie.

$$k_p = (DIV_1 \cdot 100)/(P_0 - E)$$

- k_p - náklady na prioritnú akciu v %,
- DIV_1 - ročná dividendy z prioritnej akcie v Sk,
- P_0 - tržová cena prioritnej akcie,
- E - emisné náklady na 1 prioritnú akciu.

Náklady na prioritné akcie sú obyčajne vyššie ako náklady na dlh, pretože dividendy sa vyplácajú zo zdaneného zisku, kým úroky z dlhu znižujú základ dane a v prípade likvidácie spoločnosti majú veritelia prednosť pred akcionármi pri uspokojovaní svojej pohľadávky.

Náklady na kmeňové akcie.

Vypočítavajú sa pomocou modelu diskontovania budúcich dividend.

V prípade nulového rastu dividend:

$$k_e = (DIV_1 \cdot 100)/(P_0 - E)$$

V prípade konštantného rastu dividend:

$$k_e = (DIV_1 \cdot 100)/(P_0 - E) + g$$

- k_e - náklady na kmeňovú akciu v %,
- DIV_1 - ročná dividendy z kmeňovej akcie v Sk koncom prvého roka,
- P_0 - tržová cena kmeňovej akcie,
- E - emisné náklady na 1 kmeňovú akciu,
- g - očakávaný konštantný rast dividend v %.

Vypočítavajú sa aj pomocou modelu oceňovania kapitálových aktív.

$$k_e = r_f + \beta_e(r_m - r_f)$$

- k_e - náklady na kmeňové akcie (požadovaná miera výnosnosti) v %,
- r_f - bezriziková miera investovania v %,
- β_e - koeficient kmeňových akcií podniku,
- r_m - priemerná miera výnosnosti akcií na kapitálovom trhu.

Náklady na nerozdelený zisk.

Nerozdelený zisk je významným zdrojom financovania podniku. Náklady kapitálu nerozdeleného zisku predstavujú alternatívne náklady. Tie sú také ako pri kmeňových akciách s výnimkou emisných nákladov.

$$k_n = (\text{DIV}_1 \cdot 100) / P_0 + g$$

k_n – náklady kapitálu nerozdeleného zisku.

c.) náklady na celkový podnikový kapitál,

Priemerné náklady na celkový podnikový kapitál môžeme z matematického hľadiska definovať ako vážený aritmetický priemer nákladov (WACC), kde váhou je podiel príslušného kapitálu na celkovom podnikovom kapitále.

$$k_{\text{WACC}} = w_1 \cdot k_1 + w_2 \cdot k_2 + \dots + w_n \cdot k_n$$

Modelové prístupy: teoretické školy a ich praktické modifikácie. Definujú vzťah kapitálovej štruktúry a celkovej trhovej hodnoty podniku. Podľa niektorých existuje vzťah. Podľa niektorých nie. Sú to:

1. **Klasická teória kapitálovej štruktúry** – zmena kapitálovej štruktúry sa prejavuje v trhovej hodnote podniku. Vychádza sa z toho, že rast zadĺženosti (finančná páka) znižuje priemerné náklady na podnikový kapitál, a tým sa zvyšuje tržová hodnota podniku.
2. **Tradičný prístup – (teória krivky U)** – vychádza za predpokladu, že 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 ďalšie úvery len pri vyššej úrokovej miere, a tak priemerná úroková miera, ktorú podnik platí za cudzí kapitál začína rásť. Z toho je potom možné určiť optimálnu kapitálovú štruktúru. Je v bode, v ktorom celkové náklady na kapitál podniku sú minimálne.
3. **Miller a Modigliani model** – (M-M model) – za určitých predpokladov sú celkové náklady na podnikový kapitál, a teda aj tržová hodnota podniku nezávislé od jeho kapitálovej štruktúry. Predpoklady: kapitálový trh je dokonalý, podniky možno začleniť do viacerých skupín, čistý výnos sa v jednotlivých obdobiach nemení, neberie sa do úvahy zdaňovanie zisku, možnosť získať úver je pre každého rovnakou možnosťou.
4. **Kompromisná teória** – R. A. Brealey a S. C. Myers spojili prístup M-M s reálnymi podmienkami trhu. Zobrazili voľbu kapitálovej štruktúry ako kompromis medzi výhodami úrokového daňového štítu a nákladmi finančných ťažkostí.
5. **Teória hierarchického poriadku** – C. S. Myers. Je založená na dvoch kľúčových predpokladoch: manažéri sú lepšie informovaní o investičných príležitostiach svojich podnikov ako ostatní investori mimo podniku a manažéri konajú v najlepšom záujme súčasných akcionárov.
6. **Signalizačný model kapitálovej štruktúry** – v tomto prípade sa manažéri snažia podať navonok pozitívne informácie o podniku s cieľom zvýšiť jeho tržovú hodnotu.