

OPTIMÁLNA KAPITÁLOVÁ ŠTRUKTÚRA A EFEKTÍVNOSŤ FUNGOVANIA PODNIKATEĽSKÝCH SUBJEKTOV¹

OPTIMUM CAPITAL STRUCTURE AND EFFICIENT OPERATION OF CORPORATIONS

RUDOLF SIVÁK

Dr.h.c. prof. Ing. Rudolf Sivák, PhD. Katedra financií, Národohospodárska fakulta Ekonomickej univerzity v Bratislave,
tel.: 0903 444 046, e-mail: rudolf.sivak@euba.sk

SILVIA BASTYR

Ing. Silvia Bastyr, Katedra financií, Národohospodárska fakulta Ekonomickej univerzity v Bratislave,
tel.: 0904 700 926, e-mail: bastyr@kompala.sk

Abstract

The contribution deals with selected important considerations for capital structure optimization of corporations, which are being widely discussed both in academia and corporate practice for many years. Since volume and structure of capital which is being employed also affects cost of capital and therefore sheer operation of corporations, such discussion is crucial in respect to corporate financial management. Cost of capital is an important component of budgeting and financial planning of corporation. Efficient corporate financial planning based on defined optimal capital structure has to operate with a set of proper financial indicators related both to costs as well as to profit.

Keywords: financial management, efficiency, optimum capital structure, cost of capital

1. Úvod

Určenie optimálnej kapitálovej štruktúry je veľmi dôležitou súčasťou finančného riadenia podnikateľských subjektov. Na otázky optimalizácie kapitálovej štruktúry sa už pomerne dlhé obdobie sústreďujem pozornosť odborníkov tak z teórie ak aj z hospodárskej praxe. Možno konštatovať, že ide o relatívne zložitú a komplexnú úlohu v rámci podnikových financií.

2. Charakteristika finančnej a kapitálovej štruktúry

Z hľadiska charakteristiky kapitálovej štruktúry sa možno v odbornej literatúre stretnúť s dvojakým prístupom, a to:

- a) stotožnením kapitálovej a finančnej štruktúry,
- b) odlíšením kapitálovej a finančnej štruktúry.

v našom skúmaní vychádzať z rozdielnosti pojmov kapitálová a finančná štruktúra (podrobnejšie pozri Sivák, Mikócziová, 2009):

- termínom „finančná štruktúra“ budeme chápať podiel jednotlivých zdrojov financovania na celkových finančných zdrojoch podniku,
- termín „kapitálová štruktúra“ budeme používať len v súvislosti s dlhodobými zdrojmi financovania, s tým, že kapitálová štruktúra je súčasťou finančnej štruktúry.

Obdobný názor zastáva aj Valach, ktorý uvádza: „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 obežného“. Finančná teória dôsledne oddeľuje pojmy kapitálová a finančná štruktúra. Za finančnú štruktúru

¹ Príspevok bol spracovaný v rámci riešenia výskumného projektu APVV 15-0322 „Konkurencieschopnosť, udržateľný rast a prežitie firiem“.

považuje štruktúru celkového podnikového kapitálu, z ktorého je financovaný jeho celkový majetok. Finančná štruktúra je teda širší pojem ako kapitálová štruktúra, ktorú je možné chápať ako časť finančnej štruktúry (pozri Valach, 2010). Podobné stanovisko má aj Vlachynský: „Finančná štruktúra je širší pojem. Vyjadruje štruktúru celkového kapitálu, ktorým sa financuje majetok podniku. Kapitálová štruktúra sa charakterizuje ako štruktúra dlhodobého kapitálu, ktorý financuje dlhodobý majetok podniku“ (pozri Vlachynský a kol., 2009). Iný názor má Synek, ktorý stotožňuje kapitálovú a finančnú štruktúru: „Kapitálovou (finančnou) štruktúrou podniku rozumieme štruktúru zdrojov (pôvod, prameň), z ktorých vznikol majetok podniku“ (pozri Synek a kol., 2011). Zaujímavý je aj názor Brealeyho a Myersa, ktorí chápu kapitálovú štruktúru ako „zmes rôznych cenných papierov podniku. Výber kapitálovej štruktúry je v základe problémom marketingu. Podnik môže vydať desiatky rôznych cenných papierov v rôznych kombináciách, ale pokúša sa nájsť takú kombináciu, ktorá by maximalizovala jeho trhovú hodnotu“ (pozri Brealey, Myers, 2014).

Aj keď niektoré z uvedených názorov sú diskutabilné, je zrejmé, že kapitálová štruktúra podniku je výsledkom jeho dlhobodej finančnej politiky. Existuje niekoľko spôsobov, ktorým podnik môže získavať dlhodobé finančné prostriedky potrebné na financovanie svojej podnikateľskej činnosti a ďalšieho rozvoja. Popri možnosti podniku financovať svoje potreby z vnútorných zdrojov je možný celý rad foriem financovania z vonkajších zdrojov. Medzi najzákladnejšie z nich patria kmeňové akcie, fixné úročené dlhopisy a dlhodobé úvery. Okrem toho sú známe aj rôzne obmeny týchto základných finančných nástrojov (napr. dlhopisy s pohyblivou úrokovou mierou, dlhopisy s nulovým kupónom) a ďalšie „hybridné“ finančné nástroje, z ktorých mnohé majú prvky tak cudzieho, ako aj akciového kapitálu (napríklad prioritné akcie a konvertibilné dlhopisy).

Z hľadiska finančnej a kapitálovej štruktúry podniku je pozornosť venovaná najmä optimalizácii kapitálovej štruktúry, čo súvisí s veľkou dôležitosťou a komplexnosťou tejto problematiky.

3. Modelové prístupy k optimálnej kapitálovej štruktúre

Za prvých tvorcov teórie optimálnej kapitálovej štruktúry sa všeobecne považujú ekonómovia Franco Modigliani a Merton H. Miller. V roku 1958 publikovali teoretický model kapitálovej štruktúry podniku nazývaný ako MM model (podrobnejšie pozri Sivák, Mikócziová, 2009).

Podstatou MM modelu je analýza vzťahu medzi trhovou hodnotou resp. priemernými nákladmi kapitálu a kapitálovou štruktúrou podniku, a to za predpokladu existencie dokonale fungujúceho kapitálového trhu (bez rôznych prekážok a obmedzení). Uvedení ekonómovia dokázali, že pri takejto situácii na kapitálovom trhu, kedy náklady finančných ťažkostí podniku sú nulové, kapitálová štruktúra nemá vplyv na trhovú hodnotu podniku. Na tento model nadviazali ďalšie teoretické modely, v ktorých boli viacej zohľadnené reálne podmienky na kapitálovom trhu. Z dôležitých teórií, pomocou ktorých možno z praktického hľadiska lepšie vysvetliť rozhodovanie o kapitálovej štruktúre podnikov je vhodné uviesť kompromisný model a teóriu hierarchického poriadku.

V kompromisnom modeli sa stanovuje optimálny pomer medzi cudzím a vlastným kapitálom na základe analýzy, ktorou sa dokumentuje ako výhodné alebo nevýhodné je používanie cudzieho kapitálu z hľadiska vplyvu na trhovú hodnotu podniku. Pritom sa predpokladá, že objem aj zloženie aktív podniku je stále rovnaké, nemení sa. Za optimálny sa považuje taký podiel cudzieho kapitálu, pri ktorom sú hraničné výhody a nevýhody zvyšovania cudzieho kapitálu rovnaké. Výhodou zvyšovania zadlženosti sú vyššie daňové úspory z úrokov a nižšie agentské náklady vlastného kapitálu, nevýhodou je vyššie riziko vzniku finančných ťažkostí a vyššie agentské náklady cudzieho kapitálu. Tento model sa obvykle označuje ako

„statický“, pretože sa v ňom nezohľadňuje proces, ako sa podnik dostane do svojho predpokladaného optima. Podľa kompromisného modelu existuje však pre každý podnik určitá optimálna kapitálová štruktúra, pri ktorej je trhovú hodnotu podniku maximálna.

Na rozdiel od kompromisného modelu teória hierarchického poriadku nie je založená na princípe maximalizácie trhovej hodnoty podniku. Je to signalizačný model, v ktorom sa investičné a finančné rozhodnutia podniku kombinujú za predpokladu, že manažéri podniku sú o vnútropodnikovej situácii informovaní lepšie ako investori. Ako dôsledok tejto asymetrie informácií si podnik neurčuje svoju cieľovú kapitálovú štruktúru, ale využíva jednotlivé finančné zdroje v určitom hierarchickom poriadku. Podľa uvedenej teórie je v praxi skutočná kapitálová štruktúra podnikov kumulatívnym výsledkom ich finančných rozhodnutí realizovaných v minulosti. Kompromisný model a teória hierarchického poriadku sa nemusia vzájomne vylučovať (často sú prezentované ako alternatívne teórie). Podnik totiž môže mať z dlhodobého hľadiska snahu dosiahnuť určitú cieľovú kapitálovú štruktúru, ale z krátkodobého hľadiska môže finančné zdroje získavať podľa určitého hierarchického (preferenčného) poriadku (podrobnejšie pozri Sivák, Mikócziová, 2009).

V podnikovej praxi môže byť finančné rozhodovanie podnikov ovplyvnené aj ďalšími faktormi, ktoré nie sú zohľadnené ani v jednej z uvedených teórií, navyše maximalizácia trhovej hodnoty podniku nemusí byť jediným kritériom určujúcim cieľovú kapitálovú štruktúru. V tejto súvislosti je vhodné rozlišovať faktory, ktoré ovplyvňujú dopyt po finančných prostriedkoch, a faktory, ktoré súvisia s ich ponukou. 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 miere.

V odbornej literatúre jednotliví autori uvádzajú ešte niekoľko ďalších modelov a definícií k určeniu optimálnej kapitálovej štruktúry (napr. signalizovanie prostredníctvom kapitálovej štruktúry, teória časovania trhu). Z hľadiska optimálnej kapitálovej štruktúry su však najrozšírenejšie dva prístupy, a to (pozri napr. Vlachynský, 2009; Sivák, Mikócziová, 2009; Valach, 2010):

1. Optimálna kapitálová štruktúra predstavuje také zloženie dlhodobého kapitálu podnikateľského subjektu, pri ktorom sú priemerné náklady kapitálu minimálne. Pri takejto kapitálovej štruktúre je celková hodnota podniku maximálna.

Kritérium optimalizácie je maximalizácia trhovej hodnoty podnikateľského subjektu.

2. Optimálna kapitálová štruktúra podnikateľského subjektu sa dosahuje vtedy, keď výhody plynúce zo zvyšovania podielu cudzieho kapitálu sa vyrovnajú s marginálnymi nákladmi finančných ťažkostí spojených s týmto rastom cudzieho kapitálu.

Kritériálnou funkciou je minimalizácia nákladov spojených so získavaním a viazaním cudzieho kapitálu podnikateľského subjektu.

Pri teoretickom i praktickom riešení problematiky optimálnej kapitálovej štruktúry ide najmä o zodpovedanie otázky, či je možné zmenou kapitálovej štruktúry ovplyvniť trhovú hodnotu podnikateľského subjektu, resp. či existuje z hľadiska trhovej hodnoty podnikateľského subjektu nejaká optimálna kapitálová štruktúra. Pri jej určení je vhodné zohľadniť najmä nasledovné skutočnosti:

- a) štruktúru majetku z hľadiska dĺžky doby viazanosti jednotlivých zložiek aktív v podniku,
- b) minimalizáciu celkových finančných nákladov, tzn. maximalizáciu trhovej hodnoty podniku,
- c) riziko vzniku finančných ťažkostí, ktoré závisí najmä od charakteru podnikových aktív, ako aj od výšky a stability podnikových príjmov,

- d) výšku priemerných nákladov kapitálu, ktoré sú dôležitým kritériom v investičnom a finančnom rozhodovaní podniku a zároveň predstavujú dôležité rozhodovacie kritérium pri stanovení optimálnej kapitálovej štruktúry podniku,
- e) možné konflikty záujmov medzi veriteľmi a majiteľmi podniku, resp. medzi majiteľmi a manažérmi,
- f) možné signály vysielaných investormi,
- g) požiadavky na finančnú flexibilitu podniku a časovanie emisie cenných papierov,
- h) snahy akcionárov udržať si nad podnikom kontrolu.

Záver

Z doterajšieho skúmania tejto problematiky možno konštatovať, že existuje viacero teoretických prístupov a modelov k riešeniu optimálnej finančnej a kapitálovej štruktúry podniku. Zatiaľ neexistuje presný návod na dosiahnutie optimálnej kapitálovej štruktúry podniku a možnosti aplikácie jednotlivých teoretických modelov v praxi sú do určitej miery obmedzené. Je však zrejmé, že ich poznanie je pre prax podnikových financií veľmi dôležité pretože ponúkajú určité poznatky nevyhnutné pre úspešné riadenie finančnej a kapitálovej štruktúry podnikov. Sme toho názoru, že prístupy a modely k riešeniu finančnej a kapitálovej štruktúry podniku môžu byť východiskom pri praktických finančných rozhodnutiach podniku. Na rozpracovanie týchto otázok budú okrem iného zamerané aj ďalšie naše výskumné aktivity v rámci uvedeného výskumného projektu.

Literatúra

- [1] BOSTYN, F. - POLAVKOVÁ, J. - SIVÁK, R. Empirical analysis of determinants of financial structure of Slovak companies. In *Working paper*. - Antwerpen : University of Antwerp (RUCA), 1999, 99/18, s. 1-17.
- [2] ANDERSEN, T. B. 2009. E-Government as an anti-corruption strategy. In *Information Economics and Policy*, roč. 21, 2008, č. 3, ISSN 0167-6245, s. 201-210.
- [3] BREALEY, R. A. - MYERS, S. C. - ALLEN, F. *Teorie a praxe firemních financí*. Překlad: Vladimír Golik ... [et al.]. 2. aktual. vyd. Brno : BizBooks, 2014. 1096 s. ISBN 978-80-265-0028-5.
- [4] BREALEY, R. A. - MYERS, S. C. - ALLEN, F. *Principles of Corporate Finance*. 9th ed. New York : McGraw-Hill/Irwin, 2008. 976 s. McGraw-Hill/Irwin series in finance, insurance, and real estate. ISBN 978-007-126675-8.
- [5] DeANGELO, H. – MASULIS, R. W. Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation. In *Journal of Financial Economics*. - Amsterdam : Elsevier, 1980. ISSN 0304-405X, 1980, roč. 8, č. 1, s. 3–29.
- [6] KRÁĽOVIČ, J. - VLACHYNSKÝ, K. *Finančný manažment*. 3. preprac. a dopl. vyd. Bratislava : Iura Edition, 2011. 468 s. Ekonómia. ISBN 978-80-8078-356-3.
- [7] MIKÓCZIOVÁ, J. Dynamický prístup k optimalizácii kapitálovej štruktúry podniku. In *Ekonomické rozhľady : vedecký časopis Ekonomickej univerzity v Bratislave*. - Bratislava : Ekonomická univerzita v Bratislave, 2015. ISSN 0323-262X, 2015, roč. 44, č. 2, s. 256-262. VEGA 1/0913/14.
- [8] MIKÓCZIOVÁ, J. - POLAVKA, V. - BOGNÁROVÁ, K. *Teória a politika kapitálovej štruktúry podnikateľských subjektov : zbierka príkladov*. Bratislava : Vydavateľstvo EKONÓM, 2007. 186 s. ISBN 978-80-225-2297-7.

- [8] SIVÁK, R. - MIKÓCZIOVÁ, J. Príspevok k teórii optimálnej kapitálovej štruktúry podniku. In *Politická ekonomie : teórie, modelování, aplikace*. - Praha : Vysoká škola ekonomická, 2002. ISSN 0032-3233, 2002, roč. 50, č. 1, s. 93-109.
- [9] SIVÁK, R. - MIKÓCZIOVÁ, J. *Teória a politika kapitálovej štruktúry podnikateľských subjektov*. 2. rozšír., aktual. a dopl. vyd. Bratislava : Sprint dva, 2009. 302 s. ISBN 978-80-89393-06-0.
- [10] SYNEK, M. et al. *Manažerská ekonomika*. 5. aktual. a dopl. vyd. Praha : Grada Publishing, 2011. 471 s. ISBN 978-80-247-3494-1.
- [11] VALACH, J. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. 3. preprac. a rozšír. vyd. Praha : EKOPRESS, 2010. 513 s. ISBN 978-80-86929-71-2.
- [12] VLACHYNSKÝ, Karol et al. Podnikové financie. Bratislava : Iura Edition, 2009. 524 s.. Ekonómia. ISBN 978-80-8078-258-0.