

DETERMINANTY KAPITÁLOVEJ ŠTRUKTÚRY PODNIKU

Kristína DOBŠINSKÁ

Technická univerzita v Košiciach, Ekonomická fakulta
Katedra ekonomických teórií

kristina.dobsinska@tuke.sk

Abstrakt

Rozhodovanie o kapitálovej štruktúre patrí ku kľúčovým otázkam rozhodovania manažérov podniku. Existuje množstvo rozličných a často aj vzájomne protichodných faktorov, ktoré je potrebné zohľadniť pri strategických finančných rozhodnutiach. Ich význam a sila pôsobenia je pre jednotlivé podnikateľské subjekty rôzna. Vzhľadom na špecifiká podnikateľských subjektov je dosahovanie cieľovej kapitálovej štruktúry náročnou úlohou, keďže neexistuje žiaden model optimálne kapitálovej štruktúry, ktorý by bolo možné univerzálne aplikovať v praxi.

Kľúčové slová: kapitálová štruktúra, determinanty kapitálovej štruktúry

JEL: G32

1 ÚVOD

Významným predpokladom úspešného podnikania každého podnikateľského subjektu je objem a štruktúra kapitálu, ktorý má podnik k dispozícii na podnikanie, ako aj podmienky, za ktorých môže podnik získavať ďalší kapitál a meniť jeho súčasnú štruktúru. Pri voľbe kapitálovej štruktúry ide o zodpovedanie troch základných otázok a to, koľko kapitálu podnik potrebuje, odkiaľ ho získa a aká by mala byť štruktúra získaného kapitálu. Pod pojmom kapitál budeme rozumieť štruktúru finančných zdrojov kryjúcich majetok podniku, tzv. finančnú štruktúru. Finančná teória dôsledne oddeľuje pojmy finančná a kapitálová štruktúra. Vlachynský uvádza, že kapitálová štruktúra je charakterizovaná ako štruktúra dlhodobého kapitálu, ktorý finančne kryje rozhodujúcu časť majetku podniku. Ide teda o kapitál, ktorý má podnik trvalo alebo dlhodobo k dispozícii (tzv. konsolidované finančné zdroje). Finančná štruktúra je širší pojem. Vyjadruje štruktúru všetkých finančných zdrojov (celého kapitálu) kryjúcich celý majetok podniku. Sú to zdroje zahŕňajúce dlhodobý kapitál a navyše všetky krátkodobé finančné zdroje úverového charakteru (s lehotou splatnosti do jedného roka). [27] S obdobnou definíciou sa stretávame aj u Valacha, kde finančná štruktúra

podniku predstavuje štruktúru podnikového kapitálu, z ktorého je financovaný majetok podniku. Popri pojme finančná štruktúra sa používa aj pojem kapitálová štruktúra. Predstavuje štruktúru podnikového kapitálu, z ktorého je financovaný jeho fixný majetok a trvalá časť obežného majetku. Ide teda o štruktúru dlhodobého kapitálu podniku. [26]

2 DETERMINANTY KAPITÁLOVEJ ŠTRUKTÚRY PODNIKU

Optimálne nastavenie kapitálovej štruktúry je pomerne zložitým problémom, ktorý si vyžaduje veľkú pozornosť v rámci finančného rozhodovania. Myers k téme kapitálovej štruktúry nedávno zhrnul, že neexistuje žiadna univerzálna teória kapitálovej štruktúry, a ani dôvod očakávať, že bude. Existujú užitočné podmienené teórie, kde každý faktor môže byť dominantný v tom-ktorom vybranom podniku alebo prípade. [18]

Podľa doterajšej teórie podnikových financií závisí kapitálová štruktúra predovšetkým od (a) majetkovej štruktúry a (b) nákladov podnikového kapitálu.

a) Majetková štruktúra

Majetková štruktúra má úzku väzbu na finančnú štruktúru. Je doporučené, aby vlastným kapitálom a dlhodobými cudzími zdrojmi bol financovaný dlhodobý majetok a trvalá časť obežného majetku (najmä dlhodobé pohľadávky). Ostatné položky majetku môžu byť financované krátkodobými zdrojmi. Z toho vyplýva, že kapitálovo náročné podniky, ktorých aktíva sú tvorené predovšetkým dlhodobým majetkom, by mali používať prevažne dlhodobé zdroje. Podnik musí neustále udržiavať správny vzťah medzi používaným majetkom a používaným kapitálom.

b) Náklady podnikového kapitálu

S používaním finančných zdrojov sú spojené náklady podnikového kapitálu. Nákladmi (cenou) kapitálu pritom rozumieme náklady podniku na získavanie a viazanie jeho jednotlivých zložiek, ktoré podliehajú výkyvom v čase. Tieto náklady kapitálu či už vlastného alebo cudzieho vždy závisia od stupňa rizika, ktoré podstupujú poskytovatelia. Celkové riziko sa pritom člení na prevádzkové riziko, ktoré je dané povahou podnikateľskej činnosti a finančné riziko, ktoré je závislé od spôsobu financovania. Autori Desai, Foley a Hines Jr. na základe výskumu zistili, že firmy sa snažia najprv znižovať svoje prevádzkové riziká, aby tým znížili náklady vlastného a cudzieho kapitálu a následne tomu prispôbia svoju finančnú štruktúru, aby minimalizovali priemerné náklady kapitálu. U podnikov, ktoré investujú do krajín s horším ratingom, platí tento poznatok dvojnásobne. [6]

Kapitálovú štruktúru môže ovplyvniť či už priamo alebo nepriamo aj mnoho ďalších skutočností. Vlachynský uvádza, že okrem nákladov kapitálu a majetkovej štruktúry podniku kapitálovú štruktúru ovplyvňuje aj (c) výška a volatilita podnikového zisku, (d) náklady finančných ťažkostí, (e) pôsobenie inflácie, (f) požiadavky finančnej istoty a finančnej voľnosti, (g) snaha udržať vlastnícku kontrolu nad podnikom a (h) spôsob a intenzita zdaňovania. [27]

c) Výška a volatilita podnikového zisku

Podnik si môže dovoliť tým vyšší podiel cudzieho kapitálu, čím vyšší a stabilnejší zisk dosahuje. Stabilný zisk je predpokladom, že podnik bude schopný splácať svoje záväzky, t.j. riziko nesplnenia dlhovej služby je menšie. Determinantmi ovplyvňujúcimi stabilitu zisku je predovšetkým stabilita dosahovaných tržieb a vývoj nákladov, na ktorý významne pôsobí stupeň prevádzkovej páky. Čím je podiel fixných nákladov na celkových prevádzkových nákladoch vyšší, tým intenzívnejšie je potrebné využívať podnikovú kapacitu, aby sa dosiahol bod zvratu (bod využitia podnikovej kapacity, pri ktorom sa objem tržieb rovná objemu nákladov a zisk je nulový). Po prekročení bodu zvratu je tempo prírastku prevádzkového zisku tým rýchlejšie, čím väčší je podiel fixných nákladov.

d) Náklady finančných ťažkostí

S rastom podielu cudzieho kapitálu sa v podniku zvyšuje riziko vzniku platobnej neschopnosti a možnosť vzniku dodatočných nákladov s ňou spojených (napr. vo forme zvýšených úrokov z úverov nesplatených v lehote splatnosti, platenie penále dodávateľom a pod.). Vzniká riziko finančnej páky, tzv. leverage riziko. Príčinou pôsobenia finančnej páky sú fixné finančné náklady, t.j. úroky z cudzieho kapitálu, ktorých výška je vopred stanovená a podnik ich musí pravidelne splácať nezávisle od toho, ako vysoký prevádzkový zisk dosiahne. Zvýšené náklady sú následne spojené s prekonávaním finančnej platobnej neschopnosti (získavanie dodatočných finančných zdrojov), prípadne s rizikovým riadením podniku (náklady sanácie, reštrukturalizácie, konkurzu, vyrovnania, prípadne likvidácie podniku). V Podnikoch s vysokou pravdepodobnosťou finančných problémov sa s ich zvyšujúcou zadlženosťou stále intenzívnejšie zvyšuje aj veriteľmi požadovaná úroková sadzba (zvyšuje sa riziková prémie). Pri raste úverového zaťaženia podniku aj vlastníci (akcionári) pociťujú riziko vzniku platobnej neschopnosti a ako kompenzáciu požadujú vyšší výnos (rast dividend). Takýmto spôsobom rastú v podniku náklady cudzieho aj vlastného kapitálu.

e) Pôsobenie inflácie

Finančnú štruktúru nepriamo ovplyvňuje aj inflácia. Inflácia zvýhodňuje dlžníkov a znevýhodňuje veriteľov, keďže dlžníci majú tendenciu viac sa zadlžovať a splácať nominálnu výšku dlhu čo najneskôr znehodnocujúcimi sa peniazmi. Inflácia zároveň zvyšuje nominálne úrokové sadzby, t.j. podnik spláca vyššie úroky a relatívne sa znižuje

jeho daňový základ, čo sa preň stáva výhodným. Inflácia pôsobí aj na reálnu štruktúru aktív a pasív podniku. Aktíva finančného charakteru (finančné prostriedky, pohľadávky), ako aj pasíva (záväzky) sa znehodnocujú. Zhodnocujú sa vecné aktíva, najmä dlhodobý majetok vrátane nehnuteľností. Inflácia pritom zväčšuje rozdiel medzi obstarávacími cenami jednotlivých zložiek dlhodobého majetku (obstarávacia cena = vstupná cena pre výpočet odpisov) a ich reprodukčnými cenami. To vedie k podhodnoteniu podnikových nákladov. Následne sa to prejavuje jednak vo zvyšovaní daňového základu, jednak vo vyššej potrebe dodatočných finančných zdrojov na obnovu dlhodobého majetku. V jednotlivých podnikoch uvedené skutočnosti pôsobia rôzne, a preto je potrebné výsledné pôsobenie analyzovať vzhľadom na podmienky konkrétneho podniku.

f) Požiadavky finančnej istoty a finančnej voľnosti

Finančná istota v podniku je veľmi úzko naviazaná na úroveň a výkyvy cash flow súvisiace s výkyvmi tržieb, zisku a platobnej disciplíny zákazníkov. Podnik, ktorý v dôsledku recesie očakáva zníženie svojich tržieb a ziskov, by sa mal v záujme svojej bezpečnosti usilovať o znižovanie cudzích zdrojov a nie sa na ne spoliehať. Konzervatívnejšia finančná štruktúra môže vyplývať aj z požiadaviek veriteľov, ktorý vyžadujú určitú úroveň finančnej istoty a finančnej voľnosti dlžníckeho podniku. Brealey a Myers upozorňujú, že finančná voľnosť má svoju hodnotu. Mať finančnú voľnosť znamená mať hotovosť, likvidné cenné papiere, ihneď predajné reálne aktíva a možný prístup na kapitálové trhy alebo k bankovému financovaniu. Okamžitý prístup jednoducho vyžaduje konzervatívne financovanie, aby možní veritelia vnímali dlh spoločnosti ako bezpečnú investíciu. Finančná voľnosť zabezpečuje rýchlu dostupnosť peňazí na využitie dobrej investičnej príležitosti alebo inej šance ponúkajúcej sa na trhu.[3]

g) Snaha udržať si vlastnícku kontrolu nad podnikom

Táto problematika sa stáva kľúčovou v prípade potreby podniku financovať svoju expanziu dodatočným kapitálom. Ak bude podnik financovať svoje potreby z externých zdrojov, musí počítať s tým, že v prípade zvyšovania vlastných zdrojov sa môže rozšíriť počet spoluvlastníkov, ktorí budú zasahovať do riadenia podniku. Vlastníci v snahe vyhnúť sa tejto situácii, často uprednostňujú cudzie finančné zdroje. Čím koncentrovanejšia je vlastnícka štruktúra podniku, tým je tendencia uprednostňovania cudzích zdrojov väčšia. Ak sa podnik rozhodne pre financovanie z cudzích zdrojov, v dôsledku vyššieho počtu veriteľov musí dbať na zachovávanie platobnej schopnosti prostredníctvom riadenia cash flow. Financovanie dlhom totiž zvyšuje riziko, že podnik pri výkyve v hospodárení nebude schopný plniť záväzky dlhovej služby a vplyv veriteľov na riadenie podniku vzrastie, resp. v krajnom prípade prejde na veriteľov.

Na základe javov odpozorovaných v praxi vytvorili Myers a Majluf teóriu hierarchického poriadku. Teória je založená na tom, že pri výbere jednotlivých zdrojov financovania investičných projektov existuje v podnikoch určitá hierarchia a to:

- 1) financovanie z interných zdrojov je uprednostňované pred emisiou cenných papierov,
- 2) ak podniky v dôsledku absencie interných zdrojov financovania musia emitovať cenné papiere, uprednostnia dlhopisy pred akciami. [19]

h) Spôsob a intenzita zdaňovania

Na intenzitu zdaňovania podnikového zisku vplyvajú úroky z cudzieho kapitálu, ktoré sú súčasťou nákladov. Nákladové úroky znižujú podnikový zisk, a teda aj základ dane slúžiaci na výpočet dane z príjmov. S rastom podielu cudzieho kapitálu sa znižuje daňové zaťaženie podniku, pričom intenzívnejšie sa tento faktor prejaví pri vyšších daňových sadzbách.

Finančné rozhodovanie podnikateľského subjektu je podľa Valacha okrem daňového prostredia výrazne ovplyvnené aj (i) situáciou na finančnom trhu a (j) faktorom času. [26]

i) Situácia na finančnom trhu

Finančný trh určuje cenu, za ktorú môže podnik získať rôzne druhy externých finančných zdrojov, čo následne ovplyvňuje rozhodovanie o kapitálovej štruktúre podniku. Na kapitálovom trhu môže podnik získať finančné prostriedky dvojakým spôsobom a to, buď pomocou strednodobých resp. dlhodobých úverov, alebo prostredníctvom emisie a predaja dlhodobých cenných papierov.

j) Čas

Finančné rozhodnutia podniku, najmä rozhodnutia dlhodobejšieho charakteru, sú ovplyvňované časom. Peňažné prostriedky, s ktorými podnik disponuje v súčasnosti, majú pre podnik väčšiu hodnotu, ako je tá istá hodnota peňažných prostriedkov získaná v budúcnosti. Súčasné peňažné prostriedky môže totiž podnik investovať a okamžite tak získať úrokové výnosy. Z tohto dôvodu je potrebné zohľadňovať faktor času okrem iného aj pri kalkulácii výhodnosti jednotlivých foriem financovania fixného majetku (t.j. pri hľadaní optimálnej kapitálovej štruktúry). Podnik porovnáva náklady, ktoré súvisia s použitím rôznych druhov kapitálu počas doby životnosti (napr. úrokové náklady z úveru a nájomné pri lízingovej forme financovania). Náklady je potrebné prepočítať na súčasnú hodnotu, keďže sú vynakladané počas niekoľkých rokov.

V publikácii Kráľoviča a Vlachynského sa uvádza ako jeden z faktorov pôsobiacich na kapitálovú štruktúru aj (k) príslušnosť podniku k určitému odvetviu. [16]

k) Príslušnosť podniku k odvetviu

Podľa týchto autorov je napr. pre verejnoprospešné podniky, dopravné podniky a kapitálovo náročné spracovateľské podniky vo všetkých vyspelých ekonomikách charakteristický vysoký pomer dlhu k vlastnému kapitálu, zatiaľ čo u iných, napr. servisných podnikov, banských spoločností či rýchlo rastúcich alebo na technológiách založených spracovateľských podnikoch sa dlhové financovanie využíva málo, alebo vôbec nie. Iný pohľad prináša Ovtchinnikov, podľa ktorého má na voľbu finančnej štruktúry vplyv skutočnosť, do akej miery je odvetvie regulované. [20]

Sivák a Mikócziová sa vo vymedzení faktorov ovplyvňujúcich kapitálovú štruktúru stotožňujú s doposiaľ uvedenými faktormi podľa Vlachynského a Valacha. Okrem iného vymedzili aj ďalšie faktory ovplyvňujúce výber kapitálovej štruktúry v praxi. Ide o (l) dividendovú politiku, (m) požiadavky na finančnú flexibilitu podniku a časovanie emisie cenných papierov, inštitucionálne a právne obmedzenia, (n) skutočnosť, či v danej krajine prevláda financovanie prostredníctvom kapitálového trhu (formou emisií akcií a dlhopisov), alebo prostredníctvom bankových úverov, (o) ľudský faktor (praktické skúsenosti, informovanosť, talent a intuícia). [24]

l) Dividendová politika

Rozhodnutia podniku o voľbe dividendovej politiky veľmi úzko súvisia s voľbou kapitálovej štruktúry. Ak si podnik stanoví vysokú úroveň každoročne vyplácaných dividend, mal by primerane k tomu udržiavať nízky podiel cudzích finančných zdrojov. Dôvodom je, aby bol podnik schopný pokryť z dosiahnutého prevádzkového zisku nielen svoje úrokové záväzky, ale aj dividendy očakávané investormi. Dividendová politika ovplyvňuje aj investičné rozhodnutia a to tým, že od nej závisia náklady financovania nových investícií. Pri vysokej úrovni každoročne vyplácaných dividend zostáva v podniku nízky objem nerozdeleného zisku, čo následne núti podnik zabezpečiť financovanie nových investícií z drahších vonkajších zdrojov (napr. emitovaním nových akcií, dlhopisov a pod.). Táto skutočnosť sa následne prejaví aj na kapitálovej štruktúre.

Brealey a Myers uvádzajú, že ak sú dané ostatné finančné a investičné rozhodnutia, predstavuje dividendová politika hľadanie kompromisu medzi:

- nerozdelením zisku akcionárom na jednej strane a
- vyplatením dividend, spojenom prípadne s emisiou nových akcií na strane druhej (v prípade nedostatku hotovosti na výplatu stanovených dividend pri danej finančnej a investičnej politike predstavuje emitovanie akcií jediný možný zdroj financií). [3]

m) Požiadavky na finančnú flexibilitu podniku a časovanie emisie cenných papierov

Finančná flexibilita znamená, že podnik si ponecháva otvorené určité možnosti získania cudzích zdrojov. Tým si podnik zabezpečí rýchlu dostupnosť finančných prostriedkov, keď sa v budúcnosti objavia nepredvídateľné finančné alebo investičné príležitosti. Napríklad ak na kapitálovom trhu dočasne poklesnú dlhodobé úrokové miery, je pre podnik výhodné emitovať dlhopisy resp. si zobrať dlhodobý úver. Táto problematika úzko súvisí aj s časovaním emisie cenných papierov, t.j. podniky sa snažia načasovať emisiu dlhopisov na obdobie, keď sú úrokové miery nízke a v prípade akcií na obdobie, keď sú ceny akcií vysoké.

n) Skutočnosť, či v danej krajine prevláda financovanie prostredníctvom kapitálového trhu alebo prostredníctvom bankových úverov

Získavanie zdrojov prostredníctvom emisie cenných papierov je bežným finančným nástrojom vo vyspelých ekonomikách. Podniky vstupujú na primárny kapitálový trh, kde prostredníctvom emisie dlhodobých cenných papierov (akcie, dlhopisy) získavajú finančné zdroje na financovanie svojich podnikateľských potrieb. Sekundárny kapitálový trh je už trhom vydaných cenných papierov a reprezentuje ho burza cenných papierov a mimoburzový trh. Ako uvádza Kořený, primárny a sekundárny trh sa vzájomne ovplyvňuje. Sekundárny kapitálový trh vytvára motiváciu na nákup cenných papierov na primárnom trhu, ktoré potom investor môže práve na sekundárnom trhu predat'. Sekundárny trh zároveň poskytuje likviditu primárnemu kapitálovému trhu a pomáha správne oceniť novo emitované cenné papiere. [15] Slovenské podniky tento finančný nástroj takmer nevyužívajú. Je to spôsobené nefunkčnosťou kapitálového trhu na Slovensku a zároveň absenciou tradície získavať finančné zdroje týmto spôsobom. Na financovanie rozvojových a investičných aktivít si jednoznačne vyberajú z cudzích zdrojov financovania možnosť čerpania bankového úveru.

o) Ľudský faktor

Kapitálovú štruktúru ovplyvňuje aj ľudský faktor, keďže v konečnom dôsledku sú rozhodnutia o zdrojoch financovania závislé od finančných manažérov. Ich rozhodnutia sú ovplyvnené finančnou stratégiou, ktorú uplatňujú, pričom môže ísť o manažérov ochotných podstupovať riziko resp. manažérov averzných k riziku. Podľa Schwienbachera existujú dve základné stratégie, ako financovať investičné projekty. Jedna skupina podnikateľov resp. manažérov volí konzervatívnu stratégiu, čo znamená čakať, kým si podnik vytvorí dostatok finančných zdrojov na kompletnú realizáciu investície. Druhá skupina bude časť projektu financovať z finančných zdrojov, ktoré pre tento účel usporila, aby následne získala externé zdroje od rizikového investora. Pritom však obe skupiny podnikateľov môžu mať rovnaké alebo podobné finančné ciele. [23]

Jedným z dôležitých faktorov ovplyvňujúcich kapitálovú štruktúru podniku podľa Polednákovej je rating. [21]

p) Rating

Význam ratingu ako faktora determinujúceho kapitálovú štruktúru naberá na význame z toho dôvodu, že viacerí ekonómovia považujú rating, hodnotenie cenných papierov ratingovými agentúrami za jednu z príčin vzniku finančnej krízy. Odhad úverového ratingu ovplyvňuje rozhodnutia o kapitálovej štruktúre na strategickej úrovni a to z nasledujúcich dôvodov:

- rating je využívaný ako sumárny indikátor zdravej kapitálovej štruktúry, nízky rating odráža vysokú pravdepodobnosť finančných problémov, napríklad kapitálová štruktúra ohodnotená ratingovými agentúrami B a nižšie predpokladá, že podnik bude mať vysokú pravdepodobnosť finančných problémov,
- rating veľmi silno determinuje schopnosť prístupu spoločností na kapitálový trh, trh s dlhovými nástrojmi. Úverový rating nižší ako B znamená, že investori považujú investovanie do takéhoto podniku za rizikové,
- rating je v súčasnosti významným elementom v komunikácii smerom k akcionárom, je indikátorom podnikového zdravia vlastného kapitálu podniku.

Úverový rating je tým vyšší, čím vyššie je úrokové krytie. Na úverový rating má vplyv aj odvetvie, v ktorom podnik pôsobí, tzn. že bude napriek rovnakému úrokovému krytiu rozdielny pre rôzne odbory podnikania. Dôvodom tejto skutočnosti je predovšetkým volatilita. Najnižšiu volatilitu majú telekomunikačné spoločnosti, chemické spoločnosti, podstatne vyššiu majú počítačové spoločnosti, oceliarske spoločnosti.

Podľa Syneka závisí celková veľkosť podnikového kapitálu predovšetkým od (q) veľkosti podniku; stupňa mechanizácie, automatizácie, robotizácie (čím viac techniky a technológií, tým viac kapitálu); rýchlosti obratu kapitálu (čím rýchlejší obrat, tým menší kapitál) a organizácie odbytu (podnik s vlastnou predajnou sieťou vyžaduje vyšší kapitál ako podnik, ktorý uskutočňuje predaj prostredníctvom obchodných podnikov). [25]

q) Veľkosť podniku

Medzi autorov zaoberajúcich sa vplyvom veľkosti podniku na finančnú štruktúru patria aj Cull et al. [5] Vo svojej štúdií rozdelili podniky podľa počtu zamestnancov na mikro, malé, stredné, veľké a veľmi veľké. V tabuľke môžeme pozorovať klasický vzor, že spoliehanie sa na banky a podobné druhy formálnych finančných sprostredkovateľov rastie s veľkosťou podniku, zatiaľ čo závislosť na neformálnych zdrojoch financovania s veľkosťou podniku klesá.

Len málo podnikov v akejkoľvek veľkostnej kategórii získava kapitál pre nové investície prostredníctvom externého zvyšovania vlastných zdrojov – t.j. emisiou akcií. Aj dnes malé a stredné podniky na získanie finančných prostriedkov nevyužívajú akciové trhy, ale skôr získavajú finančné prostriedky prostredníctvom úverov.

Tabuľka 1 Využívanie externých zdrojov financovania podľa veľkosti podniku

	Mikro podniky (0-10)	Malé podniky (11-50)	Stredné podniky (51-100)	Veľké podniky (101-250)	Veľmi veľké podniky (nad 250)
Počet firiem	1756	2988	1036	1036	1317
1. Rodina, priatelia, neformálne zdroje	14,4 %	9,4 %	4,6 %	3,6 %	2,7 %
2. Bankové úvery	9,5 %	17,6 %	25,2 %	29,5 %	31,5 %
3. Akciový kapitál, predaj akcií	3,2 %	3,0 %	2,8 %	4,1 %	2,9 %
4. Leasing, obchodné úvery, kreditné karty, dotácie	8,9 %	15,4 %	16,6 %	17,0 %	14,7 %
5. Podiel firiem bez externého financovania	64,0 %	54,6 %	50,8 %	45,9 %	48,1 %

Zdroj: [5]

Esperanca, Gama a Gulamhussen uvádzajú, že veľkosť firmy je limitujúcim faktorom, pokiaľ ide o prístup k finančným zdrojom, najmä k dlhodobým úverom. Nové firmy sú viac závislé na dlhovom financovaní, pretože nemajú vytvorený dostatok interných zdrojov v dôsledku predchádzajúcich investícií. Kapitálová štruktúra je ovplyvnená potrebou finančných zdrojov k dodatočnému rastu firmy. [7]

r) Makroekonomické podmienky

Hackbarth, Miao a Morellec upozorňujú, že v poslednom čase bolo málo pozornosti venovanej účinkom makroekonomických síl na voľbu kapitálovej štruktúry. Navrhujú model, kde pákový efekt je anticyklický, pričom nadväzujú na skôr získané poznatky Korajczyka a Levyho. Hackbarth a jeho kolektív konštatujú, že firmy dynamicky menia finančnú štruktúru vzhľadom k ekonomickým podmienkam. V obdobiach ekonomického rastu ju firmy síce menia častejšie, ale ide iba o drobné zmeny vo finančnej štruktúre. [11] Výskum uskutočnený autormi Korajczyk a Levy ukázal, že zadlženosť firiem, ktoré majú neobmedzený prístup k finančným zdrojom sa vyvíja opačne ako makroekonomické podmienky. Naopak firmy s obmedzeným prístupom k finančným zdrojom sa viac zadlžujú iba za priaznivých makroekonomických podmienok. [14]

Ekonomický cyklus ovplyvňuje mnohé základné determinanty kapitálovej štruktúry. Je napríklad známe, že ovplyvňuje akcionárske politiky [11] [12], hraničné daňové výhody [9], investičné rozhodnutia [8], dlhové náklady [11], čerpanie úverov a ceny dlhopisov [12] a pod. Poznatky získané z výskumov jednotlivých autorov sú základom myšlienky, že očakávané vzostupy a prepady sú finančnými manažermi zvažované pri plánovaní a realizácii ich finančnej politiky. [1] [4] [10]

s) Štruktúra vlastníctva

Vzťahy medzi štruktúrou vlastníctva a kapitálovou štruktúrou zostávajú z veľkej časti nepreskúmané. [17] Touto problematikou sa zaoberal Reuter, ktorý vo svojej štúdií sledoval vplyv vlastníckej štruktúry na interakcie medzi kapitálovou štruktúrou a hospodárskym cyklom. Vychádzal z tradičných finančných teórií, ktoré uvádzajú, že interakcie medzi kapitálovou štruktúrou a hospodárskym cyklom by mali mať obmedzený význam. Tvrdil, že tradičné finančné teórie sa vzťahujú na podniky s rozptýlenou vlastníckou štruktúrou. Naopak, podniky s primárne koncentrovanou vlastníckou štruktúrou označil za výrazne proticyklické, kde sa zmierneniu rizika venuje relatívne väčšia pozornosť zo strany riadiacich a dozorných orgánov podniku. Hlavnou vlastníckou štruktúrou pritom ostáva stredná skupina, t.j. ani rozptýlená vlastnícka štruktúra (podniky v kategórii s menej ako 1/3 vlastníctvom akcií), ani koncentrovaná vlastnícka štruktúra (podniky v hornej kategórii s viac ako 2/3 vlastníctvom akcií) celkovo nedominuje. Podniky s rozptýlenou vlastníckou štruktúrou budú musieť aplikovať tradičnú finančnú politiku s cieľom prioritne zabezpečiť zníženie agentských nákladov vznikajúcich medzi manažérmi a akcionármi. Rovnako sa manažéri v týchto podnikoch musia vyrovnávať s obmedzeniami, ktoré limitujú potenciálne výhody vyplývajúce z manažérskych právomocí (obmedzenia potenciálnych výhod, ktoré vyplývajú z uváženia samotného manažéra). Firmy s rozptýlenou vlastníckou štruktúrou môžu byť potenciálne vo väčšine firiem naklonené viac procyklicky smerom nahor za prítomnosti manažérskeho opevnenia (tzv. managerial entrenchment). [22] Manažérske opevnenie predstavuje v podniku takú situáciu, keď manažéri získajú toľko moci, že sú schopní presadzovať a uprednostňovať svoje záujmy pred záujmami akcionárov podniku. Berger et al. ho definuje ako manažérsku schopnosť vyhnúť sa poslušnosti a to predovšetkým vďaka nižšej zadlženosti. [2] V kľúčovom príspevku Jensena a Mecklinga je za hlavný výchovný nástroj na obmedzenie manažérov od podstúpenia nadmerného rizika a rizika manažérskeho opevnenia považovaný dlh. [13]

3 ZÁVER

Zastúpenie jednotlivých zložiek kapitálu v kapitálovej štruktúre je ovplyvňované kombinovaným pôsobením množstva faktorov. V zahraničnej i domácej literatúre nachádzame vymedzenia mnohých determinantov, ktoré či už priamo alebo nepriamo ovplyvňujú kapitálovú štruktúru podnikov. Pri strategických manažérskych rozhodnutiach o štruktúre dlhodobého kapitálu musia byť tieto faktory zohľadňované vzhľadom na intenzitu, akou pôsobia v jednotlivých podnikoch. Od manažmentu závisí, ktoré faktory budú považovať za dominantné a akú váhu jednotlivým faktorom prisúdia. Správny pomer vlastného a cudzieho kapitálu hrá kľúčovú úlohu pri zabezpečovaní finančnej stability podniku a možnosti jeho ďalšieho rozvoja.

POUŽITÁ LITERATÚRA

- [1] BANCEL, F. – MITTOO, U.R. Cross-country determinants of capital structure choice: a survey of European firms. In *Financial Management*. 2004, vol. 33, no. 4, p. 103-132.
- [2] BERGER, P.G. – OFEK, E. – YERMACK, D.L. Managerial entrenchment and capital structure decisions. In *Journal of Finance*. ISSN 0022-1082, 1997, vol. 52, no. 4, p. 1411-1438.
- [3] BREALEY, R.A. – MYERS, S.C. *Teorie a praxe firemních financí*. Praha: Computer Press, 2000. 1064 s. ISBN 80-7226-189-4.
- [4] BROUNEN, D. – de JONG, A. – KOEDIJK, K. Capital structure policies in Europe: Survey evidence. . In *Journal of Banking & Finance*. ISSN 0378-4266, 2006, vol. 30, no. 5, p. 1409 - 1442.
- [5] CULL, R. - DAVIS, L.E. – LAMOREAUX, N.R. - ROSENTHAL, J. Historical financing of small- and medium-size enterprises. In *Journal of Banking & Finance*. ISSN 0378-4266, 2006, vol. 30, no. 11, p. 3017 - 3042.
- [6] DESAI, M.A. – FOLEY, C.F. - HINES Jr., J.R. Capital structure with risky foreign investment. In *Journal of Financial Economics*. ISSN 0304-405x, 2008, vol. 88, no. 3, p. 534-553.
- [7] ESPERANCA, J.P. – GAMA, A.P.M. - GULAMHUSSEN, M.A. Corporate debt policy of small firms: an empirical (re)examination. In *Journal of Small Business and Enterprise Development*. ISSN 1462-6004, 2003, vol. 10, no. 1, p. 62 - 80.
- [8] GOMES, J.F. - SCHMID, L. Levered Returns. In *Journal of Finance*. ISSN 0022-1082, 2010, vol. 65, no. 2, p. 467-494.
- [9] GRAHAM, J.R. Debt and the marginal tax rate. In *Journal of Financial Economics*. ISSN 0304-405x, 1996, vol. 41, no. 1, p. 41-73.
- [10] GRAHAM, J. – HARVEY, C. The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field. In *Journal of Financial Economics*. ISSN 0304-405x, 2001, vol. 60, no. 2-3, p. 187-243.
- [11] HACKBARTH, D. – MIAO, J. - MORELLEC, E. Capital structure, credit risk, and macroeconomic conditions. In *Journal of Financial Economics*. ISSN 0304-405x, 2006, vol. 82, no. 3, p. 519-550.
- [12] CHEN, H. Credit spreads and Capital Structure. In *NBER Working Paper*. 2010, no. w16151
- [13] JENSEN, M.C. – MECKLING, W.H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. In *Journal of Financial Economics*. ISSN 0304-405x, 1976, vol. 3, no. 4, p. 305-360.
- [14] KORAJCZYK, R.A. – LEVY, A. Capital structure choice: macroeconomic conditions and financial constraints. In *Journal of Financial Economics*. ISSN 0304-405x, 2003, vol. 68, no. 1, p. 75-109.
- [15] KOŘENÝ, K. *Emisie cenných papírů jako zdroj dlouhodobého financování firem*. In: *Finance v pedagogické a vědeckovýzkumné činnosti-zborník*, Karviná: OPF SU 2000, s. 102-104. ISBN 80-7248-058-8

- [16] KRÁLOVIČ, J. - VLACHYNSKÝ, K. *Finančný manažment*. 2. vyd. Bratislava: Iura Edition, 2006. 455 s. ISBN 80-8078-042-0.
- [17] MARGARITIS, D. – PSILLAKI, M. Capital structure, equity ownership and firm performance. In *Journal of Banking & Finance*. ISSN 0378-4266, 2010, vol. 34, no. 3, p. 621 - 632.
- [18] MYERS, S.C. Financing of corporations. In Constantinides, G., Harris, M., and Stulz, R. (Eds.), 2003, *Handbook of the Economics of Finance: Corporate Finance*. Elsevier North Holland.
- [19] MYERS, S.C. – MAJLUF, N.S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. In *Journal of Financial Economics*. ISSN 0304-405x, 1984, vol. 13, no. 2, p. 187-221.
- [20] OVTCHINNIKOV, A.V. Capital structure decisions: Evidence from deregulated industries. In *Journal of Financial Economics*. ISSN 0304-405x, 2010, vol. 95, no. 2, p. 249-274.
- [21] POLEDNÁKOVA, A. *Rating ako determinant kapitálovej štruktúry a hodnoty podniku*. In: 7. medzinárodná konferencia Finančného riadenia podniku a finančných inštitúcií: 9. - 10. září 2009, Ostrava. Ostrava : VŠB-TU, 2009
- [22] REUTER C.-H. Do agency relations mediate the interaction between firms' financial policies and business cycles? In *LSF Research Working Paper Series*. 2010, no. 10-10
- [23] SCHWIENBACHER, A. A theoretical analysis of optimal financing strategy for different types of capital-constrained entrepreneurs. In *Journal of Business Venturing*. ISSN 0883-9026, 2007, vol. 22, no. 6, p. 753-781.
- [24] SIVÁK, R. – MIKÓCZIOVÁ, J. *Teória a politika kapitálovej štruktúry podnikateľských subjektov*. Bratislava: Sprint, 2006. 273 s. ISBN 80-89085-63-6.
- [25] SYNEK, M. et al. *Manažerská ekonomika*. 3. vyd. Praha: Grada Publishing, 2003. 472 s. ISBN 80-247-0515-X.
- [26] VALACH, J. et al. *Finanční řízení podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1.
- [27] VLACHYNSKÝ, K. et al. *Podnikové financie*. 1. vyd. Bratislava: Iura Edition, 2009. 524 s. ISBN 978-80-8078-258-0.