

KAPITOLA 4

Kapitálová struktura

Ing. Štefan K O L U M B E R, P h. D.
obchodně-finanční ředitel
stefan.kolumber@mvso.cz

Kapitálová struktura – vlastní kapitál

- Základní (kmenový) kapitál = základní jmění - peněžní a nepeněžní vklady společníků do společnosti, liší se dle zvolené právní formy.
- Kapitálové fondy se tvoří u a.s. Hlavní část je emisní ážio. Je to rozdíl mezi skutečnou prodejní cenou
- a nominální cenou akcie.
- Fondy ze zisku vytváří se ze zákona u (s.r.o.) a (a.s.)
- Nerozdělený zisk – část zisku po odvodu daní, která se nerozděluje mezi majitele, ale slouží k dalšímu podnikání.

Kapitálová struktura - cizí kapitál

- Krátkodobý – zahrnuje závazky podniku, které jsou splatné během jednoho roku
(bankovní úvěry, dodavatelské úvěry, zálohy přijaté od odběratelů, půjčky, částky dosud nevyplacených mezd a platů atd.).
- Dlouhodobý – tvoří dlouhodobé bankovní úvěry, vydané podnikové obligace a dlužní úpisy, leasingové dluhy a jiné dlouhodobé závazky.

Důvody pro použití cizího kapitálu

- podnikatel nemá dostatečný vlastní kapitál k založení podniku,
- podnikatel přechodně nedisponuje potřebným kapitálem v době, kdy ho potřebuje,
- použitím cizího kapitálu nevznikají jeho poskytovateli práva k řízení podniku,
- cizí kapitál je levnější než kapitál vlastní (tzv. daňový efekt, daňový štít) – pokud nejsme podnikatelský subjekt - neplatí!

Důvody proti použití cizího kapitálu

- Cizí kapitál zvyšuje zadluženost podniku, snižuje se finanční stabilita, při velkém rozsahu dluhů roste nebezpečí bankrotu.
- Každý dluh je dražší a obtížnější získat.
- Vysoký podíl cizího kapitálu omezuje management, který musí být přizpůsoben věřitelům.

Optimální kapitálová struktura

- takové složení dlouhodobého kapitálu podniku, při kterém je dosaženo minimálních průměrných nákladů na podnikový kapitál.
- maximalizuje tržní hodnotu firmy
- jedná se tedy o vzájemné vyrovnaní obou faktorů tak, aby bylo dosahováno maximální tržní hodnoty podniku,
- náklady dluhu jsou nižší než náklady vlastního kapitálu,
- náklady dluhu s růstem zadlužení stoupají,
- s růstem zadluženosti podniku stoupají nejen náklady dluhu, ale i náklady vlastního kapitálu.

Tržní hodnota zadlužené firmy => (tržní hodnota nezadlužené firmy + současná hodnota úrokového daňového ~~úvřtu~~ **úvřtu**) **➤** současná hodnota ~~tržní hodnota~~ **tržní hodnota** THE FUTURE nákladů finanční tísně.

Teorie optimální kapitálové struktury

M-M tvrzení I. => průměrné náklady kapitálu jsou za určitých předpokladů nezávislé na kapitálové struktuře. Toto tvrzení vychází z předpokladů, že:

- Existuje dokonalý kapitálový trh
- Neexistuje zdanění podniku
- Neexistují náklady úpadku
- Všichni investoři očekávají stejnou velikost zisku před zdaněním a úroky

Teorie optimální kapitálové struktury

M-M tvrzení II. => opraveno o faktor daně ze zisku, který významně ovlivňuje kapitálovou strukturu:

- průměrné náklady s úrovní zadluženosti klesají v důsledku úrokového daňového štítu a tržní hodnota firmy roste => tvrzení M-M II.
- směřuje k extrémní zadlužené kapitálové struktuře, protože nebere v úvahu vliv nákladů finanční tísně, díky kterým dochází ke zvýšení stupně rizika a od určité výše zadlužení také k rostoucím nákladům dluhu => tím se vracíme zpět k „U“ křivce nákladů kapitálu.

Teorie optimální kapitálové struktury

Klasická teorie

– za optimální kapitálovou strukturu považujeme takové rozložení kapitálu, které vychází z minimalizace průměrných nákladů kapitálu a které je zároveň v souladu s předpokládaným vývojem podnikového zisku a předpokládanou strukturou podnikového majetku.

Teorie optimální kapitálové struktury

Durandova tradiční charakteristika průběhu nákladů kapitálu => „U“ křivka;
zapojení nákladů dluhu do kapitálové struktury podniku vede ke snížení
průměrných nákladů kapitálu, ale jen do určité výše dluhu.

Teorie optimální kapitálové struktury

- **Kompromisní teorie kapitálové struktury** => kompromis mezi úrokovým daňovým štítem a náklady finanční tísně. Optimální je takové složení kapitálu, při kterém daňový štít co nejvíce převyšuje náklady finanční tísně.

Teorie optimální kapitálové struktury

- **Teorie hierarchického pořádku** => klade důraz na značný vliv podnikových manažerů při volbě kapitálové struktury, protože mají detailnější a rychlejší informace než vlastníci. Podle této teorie realizuje podnik financování svých dluhových potřeb v tomto pořadí:
 - interní zdroje,
 - dlouhodobý úvěr, emise dlouhodobých obligací,
 - emise akcií.

Teorie optimální kapitálové struktury

- **Teorie Brealey – Myers** => výsledkem tohoto přístupu je závěr, že pro nalezení optimální kapitálové struktury neexistuje žádný úhledný vzorec. V úvahách o kapitálové struktuře se doporučuje respektovat tyto čtyři dimenze:
 - Daně – jestliže podnik nebude moci využívat úrokového daňového štítu, neměl by se příliš zadlužovat
 - Riziko – velké riziko podnikání by mělo vést k menšímu zadlužení firmy
 - Typ aktiv – firmy s převahou nehmotných aktiv by si neměly příliš vypůjčovat
 - Finanční volnost – podnik by měl usilovat o to, aby měl především dostatek zdrojů pro nově se objevivší efektivní investiční příležitost. Nejrychleji dostupné zdroje jsou interní zdroje vlastního kapitálu (nerozdělený zisk...)

Náklady kapitálu a jejich kvantifikace

- Náklady kapitálu podniku jsou ve finančním rozhodování využívány:
 - a) pro stanovení diskontní sazby při hodnocení efektivnosti investičních projektů,
 - b) v podobě mezních průměrných nákladů – pro stanovení optimální výše celkových kapitálových výdajů podniku,
 - c) jako rozhodovací kritérium pro tvorbu optimální kapitálové struktury podniku,
 - d) při oceňování podniku.

Náklady cizího kapitálu

$$N_d = i(1 - T)$$

- N_d náklady dluhu v %
- i úrok z úvěru (obligací) v %
- T daňový koeficient (daňová sazba ze zisku v % / 100)

Náklady dluhu, získaného upisováním dluhopisů (před zdaněním)

$$C - E = \sum_{t=1}^n \frac{\dot{u}_t}{(1+i)} + \frac{N}{(1+i)^n}$$

- **C** tržní cena dluhopisu
- **$\dot{u}_t$** úrok z dluhopisu v jednotlivých letech
- **N** nominální cena dluhopisu
- **t** jednotlivá léta doby splatnosti dluhopisu
- **n** doba splatnosti dluhopisu
- **i** požadovaná výnosnost do doby splatnosti v %/100

Náklady vlastního kapitálu a jejich základní přístupy

Odhad nákladů
na vlastní kapitál

Pro akciové
společnosti
obchodované
na kapitálovém trhu

Pro ostatní
podniky

CAPM

CAPM s náhradními
odhady beta

Stavebnicová
metoda

Analýza
rizika

Dividendový
model

Průměrná
rentabilita

Odvození nákladů
vlastního kapitálu
z nákladů cizího
kapitálu

Metoda
analogie

Nezávislá prognóza
beta na základě
zvolených faktorů

Použití fundamentálních
faktorů

Prognóza beta
podle provozního
a finančního rizika

CAPM - Capital Asset Pricing Model

Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM - Capital Asset Pricing Model) neboli model oceňování kapitálových aktiv je používán při výpočtu očekávané míry návratnosti cenných papírů. Zároveň se používá pro výpočet nákladů akciového kapitálu.

$$N_{VK} = \dot{UBV} + \beta \times (VKT - \dot{UBV})$$

N_{VK}	náklady vlastního kapitálu v procentech
$\dot{UBV}$	úroková míra u bezrizikových vkladů
β	koeficient vyjadřující relativní rizikovost určitého podniku ve vztahu k průměrné rizikovosti trhu
VKT	průměrná výnosnost kapitálového trhu

Model CAPM s náhradními odhady β

Můžeme použít:

- metodu analogie – tj. použít β podobných podniků, které jsou obchodovány nebo využít β za určité odvětví a zohlednit vliv kapitálové struktury na β
- nezávislou prognózu β - pomocí použití fundamentálních faktorů nebo na základě analýzy provozního a finančního rizika

Stavebnicová metoda

$$N_{VK} = \dot{U}BV + r_o + r_f + r_l$$

- $\dot{U}BV$ bezrizikový výnos
- r_o přirážka za obchodní riziko
- r_f přirážka za finanční riziko
- r_l přirážka za sníženou likviditu

Určení nákladů vlastního kapitálu na základě analýzy rizika

- U této metody se doporučuje vzít v úvahu kromě obchodního a finančního rizika i rizika specifické, související např. s kvalitou managementu a organizační struktury, stupněm diversifikace, intenzitou konkurence aj.

Oceňování pomocí diskontovaných očekávaných dividend

(pokud je dividendový výnos stálý nebo konstantně se zvyšující)

$$N_{VK} = \frac{D_k \times 100}{C_k - E} + g$$

- N_{VK} náklady kmenového kapitálu (požadovaná míra výnosnosti kmenové akcie v %)
- D_k roční dividendy z kmenové akcie v Kč koncem prvního roku
- C_k tržní cena kmenové akcie
- E emisní náklady na akcii
- g očekávané konstantní zvýšení dividendy v %

Průměrné náklady kapitálu (WACC - Weighted Average Cost of Capital)

- je pojem, který označuje alternativní náklady kapitálu, neboli průměrnou cenu, za kterou podnik využívá poskytnutý kapitál pro své financování ve vztahu své podnikatelské činnosti.

$$WACC = N_{CK} \times \frac{CK}{C} + N_{VK} \times \frac{VK}{C}$$

- **WACC** vážené průměrné náklady kapitálu
- N_{CK} výnos dluhu do doby jeho splatnosti po zdanění (náklady cizího kapitálu) v procentech
- CK tržní hodnota úročeného dluhu
- C tržní hodnota celkového kapitálu
- N_{VK} náklady vlastního kapitálu (náklady obětované příležitosti)
- C_{VK} tržní hodnota vlastního kapitálu

Vznik finančního rizika

- spojena s finančními aktivitami podniku
- mohou mít různou formu
- na jedné straně to jsou externí finanční rizika závisující na změnách finančního trhu (založena na rizikových faktorech kurzu, úrokové míry a cen komodit)
- na straně druhé interní finanční rizika jsou taková, kde je společnost sama zdrojem rizik (založena na riziku financování, likvidity a solventnosti)
- protože externí a interní finanční rizika mohou mít pro společnost a kontinuitu podnikání obrovský dopad, je řízení těchto rizik velmi důležité i pro nefinanční společnosti.

Podnikatelské versus finanční riziko - dvě stránky podnikatelského rizika

Podnikatelské riziko je potřeba hodnotit ze dvou stránek:

- z pozitivní stránky – naděje vyššího zisku, naděje většího úspěchu,
- z negativní stránky – nebezpečí horších hospodářských výsledků.

Podnikatelské versus finanční riziko - dvě stránky podnikatelského rizika

- Riziko je podmínkou reálného světa: jde o kombinaci okolností nacházejících se ve vnějším prostředí subjektu, jemuž riziko hrozí.
- Říkáme-li, že událost je možná, říkáme vlastně, že její pravděpodobnost leží mezi hodnotou nula a hodnotou jedna; není ani nemožná, ani jistá.

Riziko ve finanční teorii

- volatilita (kolísavost) finanční veličiny (hodnoty portfolia, zisku atd.) okolo očekávané hodnoty v důsledku změn řady parametrů,
- např. hodnota investičního portfolia se může odchýlit od očekávané hodnoty v důsledku změny úrokových sazeb, jak negativní, tak i pozitivní odchylky jsou považovány za zdroje

Doporučená literatura

- JACOBS, M.; KARAGOZOGLU, A. K.; LAYISH, D. N. 2012. *Resolution of Corporate Financial Distress: An Empirical Analysis of Processes and Outcomes*. Journal of Portfolio Management, Vol. 38, No. 2, pp. 117–135.
- FIBÍROVÁ J., PETERA P., 2013. “Profit-Sharing – A Tool for Improving Productivity, Profitability and Competitiveness of Firms?”, Journal of Competitiveness, Vol. 5, No. 4, pp. 3-25.
- DAVYDENKO, S. A.; FRANKS, J. R. 2008. *Do Bankruptcy Codes Matter? A Study of Defaults in France, Germany, and the U.K.* The Journal of Finance, Vol. LXIII, No. 2, pp. 565–607.
- SYNEK M., 2010. *Podniková ekonomika*. Praha: C. H. Beck. ISBN 978-80-86929-49-1.
- WÖHE H., KISLINGEROVÁ E., 2007. *Úvod do podnikového hospodářství*. Praha: C. H. Beck.
- KISLINGEROVÁ, E. 2004. *Manažerské finance*. Praha: C. H. Beck. ISBN 80-7179-802-9.