



Prof. Ing. Peter MARKOVIČ, PhD. – Ing. Daniela RYBÁROVÁ, PhD.

BOD INDIFERENCIE A OPTIMALIZÁCIA KAPITÁLOVEJ ŠTRUKTÚRY PODNIKU

INDIFFERENCE POINT AND OPTIMIZATION OF THE CAPITAL STRUCTURE OF COMPANY



Bibliographic Information published by *Die Deutsche Bibliothek*

Die Deutsche Bibliothek lists this publication
in the Deutsche Nationalbibliografie;
detailed bibliographic data are available on the internet at
<http://dnb.dnb.de>

Bibliografische Information der *Deutschen Bibliothek*

Die Deutsche Bibliothek verzeichnet diese Publikation
in der Deutschen Nationalbibliografie;
detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über
<http://dnb.dnb.de> abrufbar.



MCDP International UG (haftungsbeschränkt)
Niederuau 4, 60325 Frankfurt am Main
Deutschland



1st edition 2017

Apart from any dealing for purposes of research or private study, or criticism or review, as permitted under the German Copyright Law (UrhG, Urheberrechtsgesetz), this publication may be reproduced, stored or transmitted in any form, or by any means, only with the prior permission in writing of the publishers, or in the case of reprographic reproduction, in accordance with the terms of licences issued by the Verwertungsgesellschaft Wort (www.vgwort.de). Enquiries concerning reproduction outside those terms should be sent to the publishers. Any person who does any unauthorised act in relation to this publication may be liable to criminal prosecution and civil claims for damages. The opinions and points of view expressed in this publication are exclusively the views of the author and do not necessarily represent the views of the publisher. Any liability of the publisher is excluded.

© 2017 MCDP International UG (haftungsbeschränkt), Frankfurt am Main
publishing@mcdp.de, edition@neowiss.de, www.neowiss.de

Cover design: Peter Markovič
Inside design: Peter Markovič

Reviewer: Doc. Ing. Mgr. Zuzana Juhászová, PhD.
Doc. Ing. Elena Fetisovová, CSc.

neowiss – Europäischer Wissenschaftsverlag | Frankfurt am Main

ISBN (E-Book) 978-3-945484-16-6
Bestellnummer: NW48416

OBSAH

ÚVOD (INTRODUCTION)	5
1 STAV PROBLEMATIKY DOMA A V ZAHRANIČÍ (CURRENT STATE OF THE PRESENTED ISSUE IN NATIONAL AND INTERNATIONAL CONTEXT)	9
1.1 Finančná a kapitálová štruktúra podniku	9
1.2 Teoretické modely riadenia kapitálovej štruktúry podniku	14
1.2.1 Klasická teória kapitálovej štruktúry	15
1.2.2 Tradičná teória kapitálovej štruktúry	16
1.2.3 Kapitálová štruktúra podľa Millera a Modiglianiho	17
1.2.4 Kompromisná teória kapitálovej štruktúry	18
1.3 Finančný model nákladov kapitálu	20
1.4 Kvantifikácia nákladov vlastného a úročeného cudzieho kapitálu	22
1.5 Bod indierencie a investičné rozhodovanie	28
2 METODIKA VÝSKUMU (RESEARCH DESIGN)	33
3 VÝSLEDKY VÝSKUMU (RESEARCH RESULTS)	37
3.1 Prvý krok: vymedzenie východiskovej situácie	38
3.2 Druhý krok: odvodenie modelu kvantifikácie objektivizovaných nákladov kapitálu	44
3.3 Tretí krok: Odvodenie bodu indierencie pre roky 2009-2015	51
3.4 Náklady kapitálu pri bode indierencie	53
4 DISKUSIA (DISCUSSION)	59
ZÁVER (CONCLUSION)	61
LITERATÚRA (REFERENCES)	63

ÚVOD (INTRODUCTION)

Aktuálny ekonomická vývoj a s tým súvisiace turbulentné zmeny podnikateľského prostredia spôsobujú malým a stredným podnikom vznik rôznych rizikových situácií, ktorých riešenie vyžaduje osobitný prístup. Zámerne sa odvolávam na malé a stredné podniky, keďže tieto predstavujú motor európskych ekonomík, hlavných zamestnávateľov a svojou diverzitou dokážu lepšie uspokojovať potreby zákazníkov.

Problémom súčasnosti nie je nedostatok podnikateľských nápadov, resp. nezáujem o podnikanie, ale skôr otázka financovania podnikania, udržania životnej úrovne podnikateľa a samozrejme preberanie zodpovednosti za podnikanie, čo spočíva vo vnímaní podnikateľského rizika. Generácia ľudí 1970+ sa pomerne rýchlo prispôbovala zmenám, ktoré nastali po roku 1989, ale i tu vidieť určitú snahu o zabezpečenie životného štandardu, ktorý musí byť východiskovou motiváciou pre realizáciu rizikových projektov. Celosvetové ekonomické zmeny, ktoré boli vyvolané a sú poznačené globalizáciou ekonomického života a prejavujúcimi sa dosahmi štvrtej priemyselnej revolúcie, vedú k odlišnému vnímaniu malého a stredného podnikania. Česká a Slovenská republika patria svojimi ekonomickými modelmi skôr do franko- a nemeckofónneho prostredia, jednak spôsobom kreovania podnikateľskej existencie – v podobe malých a stredných podnikov, tvoriacich chrbtovú kosť oboch ekonomík – jednak prístupom k uplatňovaniu manažérskych funkcií a nástrojov. To sa zákonite prejavuje aj v spôsobe finančného rozhodovania a finančného riadenia podnikov.

Malé a stredné podnikanie v ČR a SR je poznačené viacerými ekonomickými, finančnými krízami a transformáciami, z toho najvýraznejší bol hádam vplyv ostatnej dlhovej krízy (2008-2012), čo rezultuje zo spôsobu, akým je tento podnikateľský blok financovaný. Silná závislosť od úverových produktov komerčných bánk, v spojitosti s nedostatkom relevantného majetku, ktorý by mohol slúžiť ako adekvátne zábezpeka, vytvára nebezpečnú zmes a v prípade štandardných porúch na finančných trhoch vedie až takmer k zastaveniu financovania. Pritom si treba musíme uvedomiť, že skupina malých a stredných podnikov:

- Podľa EÚ, je tvorená podnikmi s 0 až 250 zamestnancami a obratom a/alebo bilančnou sumou menšou ako 50 mil. eur. Malé a stredné podniky sa kategorizujú do skupín: *mikropodnik*, ktorý má menej ako 10 pracovníkov a obrat a/alebo bilančnú sumu menšiu ako 2 mil. eur; malý podnik s menej ako 50 zamestnancami a obratom a/alebo bilančnou sumou menšou ako 10 mil. eur; stredný podnik, ktorý má menej ako 250 pracovníkov a obrat a/alebo bilančnú sumu menšiu ako 50 mil. eur.¹

¹ Zdroj: http://www.ekonom.sav.sk/uploads/journals/268_wp67ieck.pdf (cit. 2016-12-02)

Tabuľka 1 Počet podnikov a porovnanie malých a stredných podnikov na Slovensku

	Počet podnikov			Počet zamestnaných osôb			Pridaná hodnota		
	Slovensko		EÚ-28	Slovensko		EÚ-28	Slovensko		EÚ-28
	Počet	Podiel	Podiel	Počet	Podiel	Podiel	Mld. EUR	Podiel	Podiel
Mikropodniky	377 379	96,4 %	92,7 %	552 381	39,0 %	29,2 %	9	27,1 %	21,1 %
Malé podniky	11 474	2,9 %	6,1 %	224 291	15,8 %	20,4 %	6	17,7 %	18,2 %
Stredné podniky	2 083	0,5 %	1,0 %	224 798	15,9 %	17,3 %	6	16,5 %	18,5 %
MSP	390 936	99,9 %	99,8 %	1 001 470	70,7 %	66,9 %	20	61,2 %	57,8 %
Veľké podniky	469	0,1 %	0,2 %	415 365	29,3 %	33,1 %	13	38,8 %	42,2 %
Spolu	391 405	100,0 %	100,0 %	1 416 835	100,0 %	100,0 %	33	100,0 %	100,0 %

Tieto odhady na rok 2014 zostavila spoločnosť DIW Econ na základe údajov z rokov 2008 – 2012 z databázy štrukturálnych podnikových štatistík (Eurostat). Ide o údaje 'nefinančného podnikového sektora', ktorý zahŕňa priemysel, stavebníctvo, obchod a služby (NACE Rev. 2 oddiely B až J, L, M a N), nie však podniky v poľnohospodárstve, lesnom hospodárstve a rybárstve, ani podniky v odvetviach prevažne netrhových služieb, akými sú napríklad vzdelávanie a zdravie. Výhodou používania údajov Eurostatu je skutočnosť, že jeho štatistiky sú zosúladené a medzi jednotlivými krajinami porovnateľné. Nevýhodou je, že v prípade niektorých krajín sa môžu tieto údaje líšiť od údajov, ktoré zverejňujú vnútroštátne orgány.

Zdroj: <http://mytvorimehospodarstvo.sk/stav-malych-a-strednych-podnikov-na-slovensku/> (cit. 2016-12-30)

- Malé a stredné podniky tvoria viac ako 99 % celkového počtu podnikov v EÚ, zamestnávajú takmer 70 % pracovnej sily (v SR viac ako 70 %).²
- Zastúpenie MSP v ekonomike EÚ je v jednotlivých odvetviach rozdielne. Viac ako 50 % podiel majú v odvetviach: preprava a skladovanie (87,4 %), informácie a komunikácie (77 %), dodávka elektriny, plynu, pary a studeného vzduchu (78 %), ubytovacie a stravovacie služby a administratívne a podporné služby (68 %) a dodávky vody; čistenie a odvod odpadových vôd, odpady a služby odstraňovania odpadov (78 %).³
- Podľa údajov Štatistického úradu SR bolo v roku 2015 na Slovensku evidovaných 531 729 aktívnych podnikateľských subjektov, z toho 531 063 malých a stredných podnikov. V medziročnom porovnaní sa znížil celkový počet aktívnych malých a stredných podnikov o 6,0 %, hlavne vplyvom zavedenia novej metodiky ŠÚ SR pre stanovenie aktivity subjektu.⁴ Mikropodniky (s 0 až 9 zamestnancami) zohrávali významnú úlohu v „nefinančnom podnikovom sektore“. Predstavovali takmer 40 % pracovných miest a približne 27 % pridanej hodnoty, čím presiahli európsky priemer o takmer 10 percentuálnych bodov v prípade pracovných miest a o 6 percentuálnych bodov, pokiaľ ide o pridanú hodnotu.⁵ Z celkového počtu aktívnych podnikateľských subjektov bolo 96,9 % mikropodnikov (515 236),

² Zdroj: http://www.ekonom.sav.sk/uploads/journals/268_wp67jeck.pdf (cit. 2016-12-02)

³ Zdroj: http://www.ekonom.sav.sk/uploads/journals/268_wp67jeck.pdf (cit. 2016-12-02)

⁴ SBA. 2016. *Malé a stredné podnikanie v číslach v roku 2015*. Bratislava: Slovak Business Agency, 2016. s. 7.

⁵ Zdroj: <http://mytvorimehospodarstvo.sk/stav-malych-a-strednych-podnikov-na-slovensku/> (cit. 2016-12-30)

1 STAV PROBLEMATIKY DOMA A V ZAHRANIČÍ (CURRENT STATE OF THE PRESENTED ISSUE IN NATIONAL AND INTERNATIONAL CONTEXT)

Skúmanie problematiky finančnej a kapitálovej štruktúry do značnej miery závisí od charakteru podnikania – predmet činnosť, veľkostné kritérium podniku, prístupnosť k finančným zdrojom – a v podmienkach EÚ bude značne determinované kontinentálnym spôsobom financovania podnikania. Dominancia bankového sektora a úverového financovania, na úkor emisie majetkových a podielových cenných papierov, značne komplikuje procesy optimalizácie financovania, keďže chýba vhodne nastavená finančná infraštruktúra.

1.1 Finančná a kapitálová štruktúra podniku

Finančná a kapitálová štruktúra podniku sú z hľadiska finančného výkazníctva druhou stranou bilancie podniku, označovanej ako pasíva (vlastné imanie a záväzky), avšak toto označenie neprejudikuje spôsob správania sa manažmentu. Keď abstrahujeme od vplyvu teórie agentstva, základnou úlohou finančného manažéra je zabezpečiť taký podiel vlastného a cudzieho kapitálu, aby sa finančne zabezpečili všetky aktivity plánované v krátkodobom, strednodobom a dlhodobom horizonte, pri zachovaní udržateľnosti podnikania. V súčasnom svete financií, ktorý sa vyznačuje vysokou závislosťou na úverových zdrojoch, sa ťažko presadzuje subjektom, ktoré nedokážu preukázať uspokojivú vybavenosť vlastným kapitálom a nevyhnutnými zárukami (zábezpeky vo forme vysokobonitného majetku). Samotná podstata podnikania, invenčný podnikateľský zámer, je veľmi slabým argumentom pri vedení rozhovorov s potenciálnymi veriteľmi alebo investormi. Finančné inžinierstvo pri analýze dosahov finančnej revolúcie na svet financií upozorňuje na správanie sa štátov na finančných trhoch, ktoré vedie k intenzívnejšej aktivácii vytlačacieho efektu a štáty tak odčerpávajú zdroje, určené na súkromné rozvojové investície.⁸ Bitka o obmedzené zdroje sa zostruje, príp. presúva na trhy majetkových cenných papierov a to za predpokladu, že daný región má pomerne dobre rozvinutý kapitálový trh. Vychádzajúc z modelov financovania podnikateľských aktivít (anglo-americký, kontinentálny, ázijský, japonský), pri zohľadnení regionálnej dislokácie podnikov, môžu pri riešení finančnej a kapitálovej štruktúry vznikajú najvýznamnejšie problémy hlavne v našom (kontinentálnom) spôsobe financovania podnikov, bazírujúcom na bankovom financovaní. Ostatná finančná kríza jasne poukázala, čo sa môže stať s ekonomikou, v ktorej sa zastavia úverové transakcie, v dôsledku najskôr prehnaného riskovania zo strany bánk a následne neprimeraného škrtania úverových zdrojov. Zdá sa, že s uvedenými tendenciami sa samotné finančné trhy nevysporiadajú, preto je primeraná úroveň regulácie nevyhnutným predpokladom zachovania rastového vývoja podnikov a

⁸ MARKOVIČ, P. a kol. 2007. *Manažment finančných rizík podniku. Implementácia derivátových kontraktov*. Bratislava : Iura Edition, 2007. S. 46. ISBN 978-80-8078-132-3.

LITERATÚRA (REFERENCES)

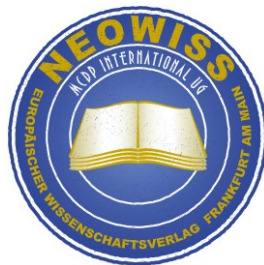
Knihy a vedecké časopisy

- [1] ABUDY, M. – BENNINGA, S. – SHUST, E. The cost of equity for private firms. In *Journal of Corporate Finance*. 2016, Vol. 37, s. 431-443.
- [2] ALLEN, F. – JANKOWICZ, K. – KOWALEWSKI, O. KOZŁOVSKI, Ł. Bank lending, crises, and changing ownership structure in Central and Eastern European Countries. In *Journal of Corporate Finance*. 2017, Vol. 42, s. 494-515.
- [3] ALTMAN, E. I. A Further Empirical Investigation of the Bankruptcy Cost Question. In *Journal of Finance*, Vol. 39, č. 4, 1984. Dostupné na: <https://www.jstor.org/stable/2327613>.
- [4] BOERNER, CH. – GRICHNIK, D. – REIZE, F. 2010. Finanzierungsentscheidungen mittelständischer Unternehmen – Einflussfaktoren der Fremdfinanzierung deutscher KMU. In *Schmalenbachs Zeitschrift fuer Betriebswirtschaftliche Forschung*. ISSN 0341-2687, 2010, č. 2, s. 227-251.
- [5] DROBETZ, W. – PENZA, P. – WOEHLE, C. B. 2006. Kapitalstrukturpolitik in Theorie und Praxis: Ergebnisse einer Fragebogenuntersuchung. In *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*. ISSN 0044-2372, 2006, č. 3, s. 253-285.
- [6] FETISOVOVÁ, E. – HUCOVÁ, E. – NAGY, L. – VLACHYNSKÝ, K. 2012. *Aktuálne problémy financií malých a stredných podnikov*. Bratislava : Vydavateľstvo EKONÓM, 2012. 258 s. ISBN 978-80-225-3366-9.
- [7] GADIESH, O. - MACARTHUR, H. 2011. *Private Equity – lekcie a ponaučenia platné pre akúkoľvek firmu*. Bratislava : Eastone Books, 2011. 142 s. ISBN 978-80-8109-179-7.
- [8] GONZÁLEZ, V. M. The financial crisis and corporate debt maturity: The role of banking structure. In *Journal of Corporate Finance*. 2015, Vol. 35, s. 310-328.
- [9] HOELSCHER, R. – GIEBEL, S. 2009. Optimaler Verschuldungsgrad und alternative Finanzierungsformen. In *Die Zeitschrift für Bilanz und Buchhaltung*. ISSN 0930-0597, 2009, č. 07-08, s. 43-46.
- [10] CHAKRAVARTY, S. – RUTHERFORD, L. G. Do busy directors influence the cost of debt? An examination through the lens of takeover vulnerability. In *Journal of Corporate Finance*. 2017, Vol. 43, s. 429-443.
- [11] JUHÁSZOVÁ, Z. 2007. *Peňažné prostriedky v účtovníctve podnikateľov*. Bratislava : IURA EDITION, 2007. 102 s. ISBN 978-80-8078-134-7.
- [12] KARPIŠ, J. 2013. Ľahký biznis. In *Týždeň*. ISSN 1336-5932, 2013, č. 34, s. 7.
- [13] KEEFE, M. O'C. – YAGHOUBI, M. The influence of cash flow volatility on capital structure and the use of debt of different maturities. In *Journal of Corporate Finance*. 2016, Vol. 38, s. 18-36.

- [14] LIM, S. C. – MANN, S. C. – MIHOV, V. T. Do operating leases expand credit capacity? Evidence from borrowing costs and credit ratings. In *Journal of Corporate Finance*. 2017, Vol. 42, s. 100-114.
- [15] MARKOVIČ, P. a kol. 2007. *Manažment finančných rizík podniku. Implementácia derivátových kontraktov*. Bratislava : Iura Edition, 2007. 383 s. ISBN 978-80-8078-132-3.
- [16] NAMARA, A. Mc. – MURRO, P. – O'DONOHUE, S. Countries lending infrastructure and capital structure determination: The case of European SMEs. In *Journal of Corporate Finance*. 2017, Vol. 43, s. 122-138.
- [17] PEDELL, B. 2007. Kapitalmarktbasierte Ermittlung des Kapitalkostensatzes für Zwecke der Entgeltregulierung. In *Zeitschrift für Planung und Unternehmenssteuerung*. ISSN 2191-4761, 2007, 4. 18, s. 35-60.
- [18] REIMSBACH, D. 2011. Der Kapitalisierungszins bei der Fair Value-Ermittlung von immateriellen Vermögenswerten – WACC versus WARA. In *KoR - Zeitschrift für internationale und kapitalmarktorientierte Rechnungslegung*. ISSN 1617-8084, 2011, č. 5, s. 230-235.
- [19] Slovak Business Agency. 2016. *Malé a stredné podnikanie v číslach v roku 2015*. Bratislava : Slovak Business Agency, 2016. s. 7.
- [20] SPREMANN, K. 2010. *Finance*. München : Oldenbourg, 2010. 466 s. ISBN 978-3-486-59108-8.
- [21] ZEITUN, R. – TEMIMI, A. – MIMOUNI, K. Do financial crises alter the dynamics of corporate capital structure? Evidence from GCC countries. In *The Quarterly Review of Economics and Finance*. 2017, Vol. 63, s. 21-33
- [22] ZHOU, X. – REESOR, R. M. Misrepresentation and capital structure: Quantifying the impact on corporate debt value. In *Journal of Corporate Finance*. 2015, Vol. 34, s. 293-310.

Internetové zdroje

- [23] http://www.ekonom.sav.sk/uploads/journals/268_wp67jeck.pdf (cit. 2016-12-02)
- [24] <http://mytvorimehospodarstvo.sk/stav-malych-a-strednych-podnikoch-na-slovensku/> (cit. 2016-12-30)
- [25] <http://www.mpo.cz/cz/podnikani/male-a-stredni-podnikani/studie-a-strategicke-dokumenty/zprava-o-vyvoji-maleho-a-stredniho-podnikani-a-jeho-podpore-v-roce-2015--221710/> (cit. 2016-12-15)



ISBN 978-3-945484-16-6

Bestellnummer: NW48416