

# Finančný manažment a podnikateľské riziko

Ing. Zuzana STRÁPEKOVÁ, PhD.  
SPU-FEM v Nitre  
Ústav hospodárskej politiky a financií

**P4**

# Obsah:

- zdroje kapitálu
- finančný trh
- optimálna kapitálová štruktúra

## **Finančný manažér musí poznať finančný trh:**

- „ceny“ , za ktoré môže získať finančné zdroje
- „výnos“ , ktorý môže získať z investovania voľných zdrojov
- musí poznať inštitúcie a nástroje FT

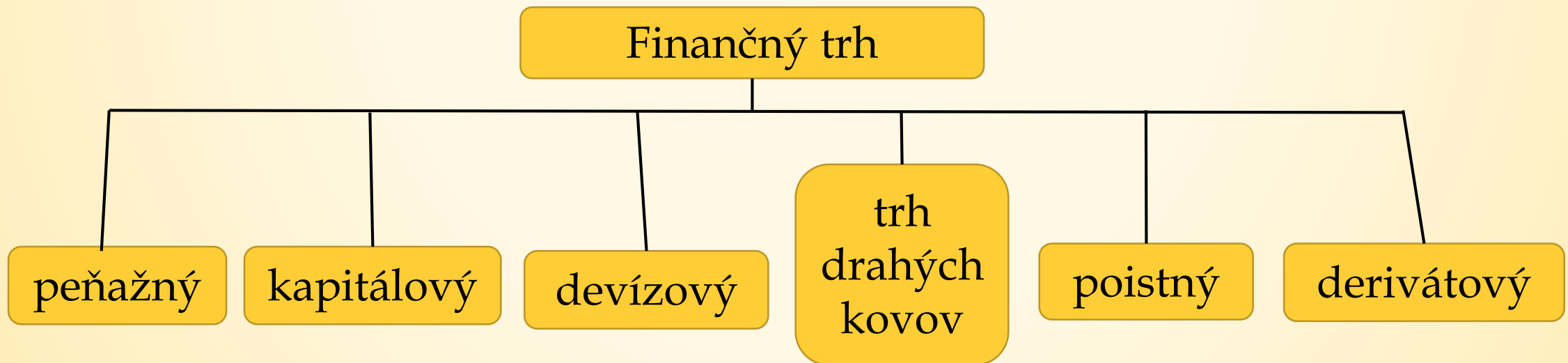
## **Finančný manažér musí poznať teoretické prístupy a praktické modifikácie optimalizácie kapitálovej štruktúry**

- so zreteľom na cieľ: maximalizácie trhovej hodnoty podniku

# Finančný trh

- systém vzťahov, inštitúcií a nástrojov umožňujúcich sústredovať, rozmiestňovať a znovurozdeľovať dočasne voľné finančné prostriedky medzi ekonomické subjekty na základe vzťahu ponuky a dopytu.

Rozdiel medzi bežným príjmom a spotrebou nazývame – **úsporami**.



### Peňažný trh

- trh krátkodobých peňazí a pôžičiek (splatnosť do 1 r.).

### Kapitálový trh

- trh strednodobých a dlhodobých úverov. KT sú určené na financovanie dlhodobých investícií podnikov.

Rozlišujeme *národný a medzinárodný KT*.

Obchody s CP prebiehajú na *primárnom a sekundárnom trhu*.

Osobné obchody členíme na *neorganizované a organizované*.

Emisia CP môže byť *priama alebo sprostredkovaná*.

Devízový trh - obchodovanie so zahraničnými devízami, pohľadávkami v cudzej mene.

Rozlišujeme *valutový a devízový trh*.

Trh drahých kovov (zlato, striebro a iné drahé kovy)

Poistný trh - ponuka a dopyt po poistnej ochrane (poistenie a zaistenie). /neurčitá a riziková návratnosť/

Derivátový trh - obchodovanie s finančnými derivátmi.

*Finančné deriváty* - nástroje, ktorých hodnota je odvodená (derivovaná) od hodnoty podkladového aktíva (nástroja) /akcie, obligácie, meny, úrokové miery, burzové indexy/

(Obchodovanie s právom kúpiť /predať aktívum, získať plnenie)

# Nástroje FT

Nástrojmi FT sú **cenné papiere**.

**Cenné papiere** – listiny, v ktorých je zapísané právo vlastníka na úhradu pohľadávky voči tomu, kto je v CP zaviazaný.

Sústava nástrojov <b>peňažného trhu:</b>	Sústava nástrojov <b>kapitálového trhu:</b>
<ul style="list-style-type: none"><li>- pokladničné poukážky</li><li>- depozitné certifikáty</li><li>- zmenky</li><li>- bankové akcepty</li><li>- šeky</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- štátne dlhopisy</li><li>- obligácie bánk, podnikov, obcí, miest</li><li>- hypotekárne záložné listy</li><li>- vkladové listy</li><li>- akcie</li><li>- podielové listy</li><li>- deriváty a syntetické papiere</li></ul>

# Klasifikácia CP

Hľadisko klasifikácie	Druh cenných papierov
<b>1.</b> Podľa ekonomickej funkcie	<ul style="list-style-type: none"><li>- CP používané v platobnom styku (<i>šeky</i>)</li><li>- CP používané na kapitálovom trhu (<i>akcie, obligácie</i>)</li></ul>
<b>2.</b> Podľa druhu vyjadrenia majetkového práva	<ul style="list-style-type: none"><li>- CP vybavené majetkovými právami (<i>akcie, podiely</i>)</li><li>- CP vyjadrujúce dlžnícke peňažné záväzky (<i>dlhopisy, obligácie, šeky, vkladné knižky, vkladové listy</i>)</li><li>- CP vybavené právami, ktoré poskytujú zabezpečenie pohľadávky (<i>zástavné listy</i>)</li><li>- dispozičné CP (<i>konosamenty</i>)</li></ul>
<b>3.</b> Podľa emitenta	<ul style="list-style-type: none"><li>- štátne CP</li><li>- municipálne CP (<i>CP miest a obcí</i>)</li><li>- súkromné CP (<i>CP súkromných firiem, akciových spoločností</i>)</li></ul>



# Klasifikácia CP

Hľadisko klasifikácie	Druh cenných papierov
<b>4.</b> <i>Podľa miesta vydania a použitia</i>	<ul style="list-style-type: none"><li>- národné, vydávané v rámci krajiny</li><li>- zahraničné, vydávané na jednom trhu v zahraničí</li><li>- medzinárodné, vydávané na niekoľkých trhoch</li></ul>
<b>5.</b> <i>Podľa prevoditeľnosti</i>	<ul style="list-style-type: none"><li>- CP na majiteľa (doručiteľa)</li><li>- CP na meno</li><li>- CP na rad</li></ul>
<b>6.</b> <i>Podľa spôsobu emisie</i>	<ul style="list-style-type: none"><li>- CP vydané individuálne (<i>zmenky, zástavné listy, šeky, vkladné knižky, konosamenty</i>)</li><li>- CP vydané hromadne (<i>akcie, štátne a iné obligácie, pokladničné poukážky</i>)</li></ul>

# Klasifikácia CP

Hľadisko klasifikácie	Druh cenných papierov
<b>7.</b> Podľa charakteru dôchodkov plynúcich z CP	<ul style="list-style-type: none"><li>- CP s pevne stanoveným dôchodkom (<i>losy, šeky, dispozičné CP</i>)</li><li>- CP s premenlivým dôchodkom (<i>akcie</i>)</li></ul>
<b>8.</b> Podľa zastupiteľnosti	<ul style="list-style-type: none"><li>- nezastupiteľné CP (<i>hypotekárne záložné listy, zmenky, šeky</i>)</li><li>- zastupiteľné CP (<i>akcie, investičné certifikáty</i>)</li></ul>
<b>9.</b> Podľa záložného práva	<ul style="list-style-type: none"><li>- zabezpečené majetkom, cennými papiermi...</li><li>- nezabezpečené</li></ul>

# Účastníci FT

- účastníkmi sú občania, organizácie a inštitúcie

(banky, sporiteľne, dôchodkové poisťovne, penzijné fondy, lízingové, faktoringové a forfajtingové spoločnosti, finanční makléri...)

kolektívne investovanie – správcovské spoločnosti

(Podielové fondy: fondy peňažného trhu, dlhopisové fondy, akciové fondy, zmiešané fondy, fondy fondov)

Vrcholovou inštitúciou KT je *Burza cenných papierov v Bratislave, a.s.*  
(organizovaný trh s CP)

Oficiálnym akciovým indexom BCPB je *Slovenský akciový index – SAX*

Mimoburzový obchod s CP – *RM-systém Slovakia, a.s.*

# Optimalizácia kapitálovej štruktúry

Rozhodnutia o štruktúre zdrojov – s cieľom maximalizovať trhovú hodnotu podniku. (minimalizovať náklady na kapitál)

- **Finančná štruktúra** – širší pojem
- **Kapitálová štruktúra** – užší pojem

Kapitálová štruktúra je súčasťou finančnej štruktúry v podniku.

*Finančná štruktúra = podiel zložiek vlastného a cudzieho kapitálu.*

*Kapitálová štruktúra = dlhodobý kapitál v podniku*

# Optimalizácia kapitálovej štruktúry

manažér berie do úvahy:

- náklady na získanie daného druhu kapitálu
- stupeň rizika poskytovateľov kapitálu
- zloženie podnikových aktív
- podnikový zisk a cash flow
- zdanenie podnikových ziskov
- ...

# Optimalizácia kapitálovej štruktúry

- **náklady vlastného kapitálu sú vyššie**
  - riziko vlastníka je vyššie ako veriteľa
  - podiel na zisku sa vlastníkom vypláca zo zisku po zdanení, úroky z úverov sú súčasťou nákladov, znižujú základy pre daň z príjmov
- **zvyšovanie podielu cudzieho kapitálu na celkovom = finančná páka** – na jednej strane znižuje priemerné náklady, na druhej strane zvyšuje riziko platobnej neschopnosti = riziko zadlženia (leverage risk)

# Optimalizácia kapitálovej štruktúry

Základné pravidlo:

**1:1** (cudzí kapitál by nemal byť vyšší ako vlastný kapitál)

v rizikovejších odboroch podnikania:

**2:1** (cudzí kapitál nesmie presiahnuť polovicu vlastného kapitálu)

*Uvedené však nezohľadňuje komplexnosť faktorov pôsobiacich na podnik.*

*Za východisko pri formulovaní optimálnej kapitálovej štruktúry sa považuje stanovenie priemerných nákladov na kapitál.*

# Náklady na kapitál podniku

*Náklady na kapitál* – výdavok na získanie a viazanie rôznych foriem kapitálu na financovanie aktivít podniku.

*Miera výnosu (pre investora, veriteľa) závisí od stupňa rizika, ktoré podstupuje počas splatnosti kapitálu.*

*Čím dlhšia splatnosť, tým vyššia miera výnosu.*

*Nižšia bonita podniku (dlžník) = vyššie riziko (veriteľa) = vyššia miera výnosu pre veriteľa (vyššie náklady na kapitál pre podnik)*



# Náklady na kapitál podniku

- špecifické náklady (na jednotlivé zložky kapitálu)
- priemerné náklady (na celkový kapitál)

## Náklady na celkový podnikový kapitál

Priemerné náklady na získanie a viazanie kapitálu = vážený aritmetický priemer „drahšieho“ vlastného a „lacnejšieho“ cudzieho kapitálu.

*(Náklad na celkový podnikový kapitál ovplyvňuje cena jednotlivých druhov kapitálu, ale aj ich podiel na celkovom kapitále)*

# Náklady na celkový kapitál podniku

- **vážený priemer nákladov kapitálu**

(*WACC – Weighted Average Cost of Capital*)

- váhou je podiel daného kapitálu na celkovom kapitáli

$$WACC = \frac{VK}{CK} * n_{VK} + \frac{PK}{CK} * n_{PK}$$

(VK – vlastný kapitál, PK – požičaný kapitál, CK – celkový kapitál, n – cena kapitálu)

# Teoretické školy optimalizácie kapitálovej štruktúry

- **Klasická teória kapitálovej štruktúry**
- **Tradičný prístup – teória krivky U**
- **M-M model**
- **Kompromisná teória**
- **Teória hierarchického poriadku**
- **Signalizačný model kapitálovej štruktúry**

- zmena kapitálovej štruktúry sa prejavuje v trhovej hodnote podniku
- rast zadlženosti (finančná páka) znižuje priemerné náklady na podnikový kapitál – zvyšuje sa trhovú hodnota podniku

## Zjednodušenia:

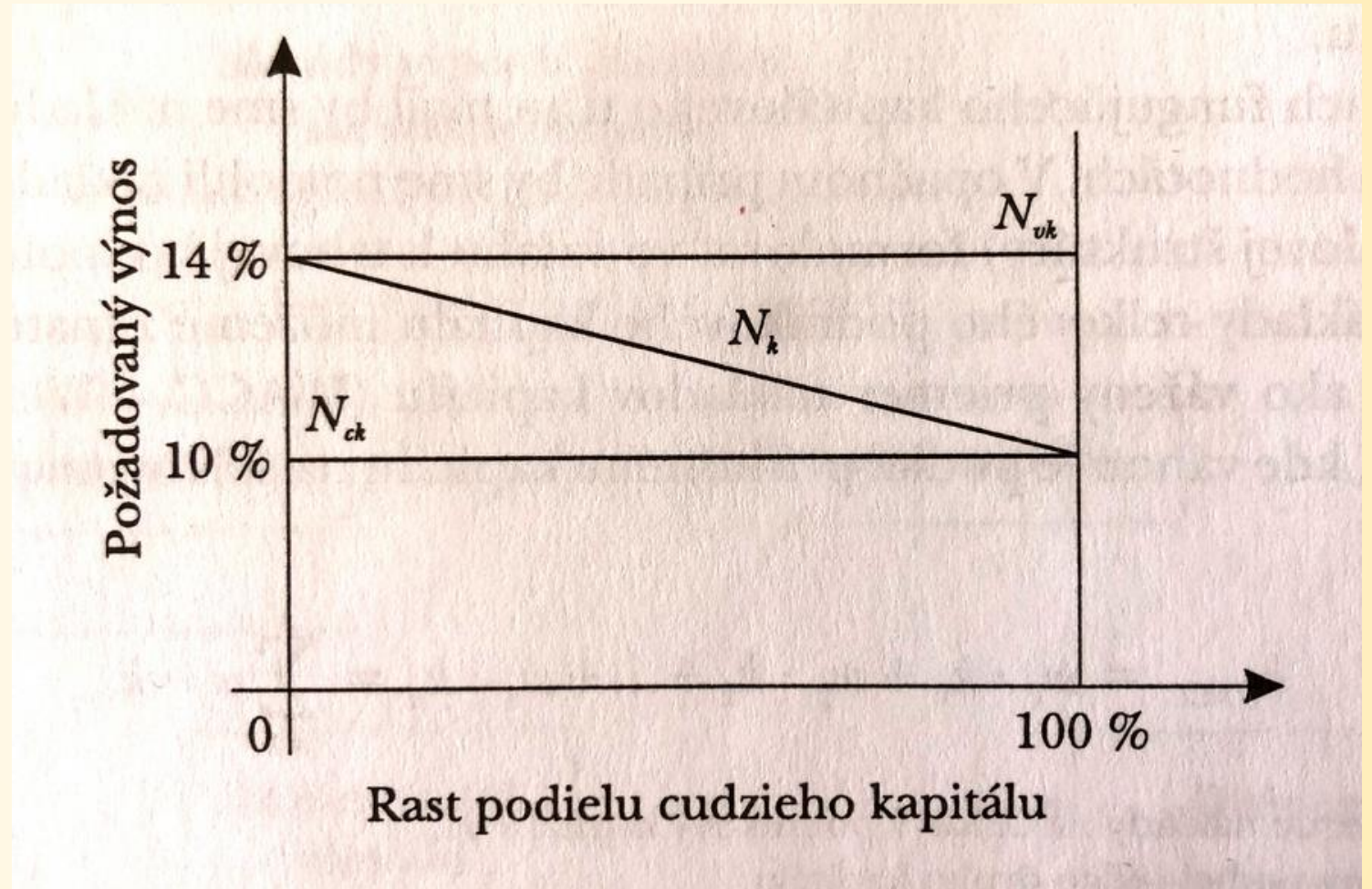
- neberie sa do úvahy zdanenie zisku
- neberú sa do úvahy transakčné náklady (pri emisií akcií, obligácií)
- celý zisk sa rozdeľuje na dividendy
- zisk pred úrokmi a zdanením sa v jednotlivých obdobiach nemení (ani so zmenou kapitálovej štruktúry)
- rozdelenie pravdepodobnosti očakávaných výnosov je pre všetkých akcionárov rovnaké
- akcionári požadujú konštantné percento výnosu z kapitálu (veritelia rovnakú úrokovú mieru)

- *zvyšovanie podielu cudzieho kapitálu vedie k znižovaniu priemerných nákladov na získanie a viazanie kapitálu podniku*
- *čím vyšší podiel cudzieho kapitálu, tým vyššia trhovú hodnotu*

# Klasická teória

4/7

- **akcionári:**  
konštantný výnos = 14%
- **veritelia:**  
úroková miera = 10%
- **zisk pred úrokmi a zdanením =**  
500 tis. EUR ročne
- **náklady na podnikový kapitál sa znižujú zo 14%**  
(pri 0% zadlžení) na 10%  
(pri 100% zadlžení)



- **akcionári:**  
konštantný výnos = 14%
- **veritelia:**  
úroková miera = 10%
- **zisk pred úrokmi a zdanením =**  
500 tis. EUR ročne
- **náklady na podnikový kapitál sa znižuje zo 14%**  
(pri 0% zadlžení) na 10%  
(pri 100% zadlžení)

Trhová hodnota podniku (V) pri nulovom zadlžení:

$$V = \frac{Z}{v} = \frac{500}{0,14} = 3571,4 \text{ tis. EUR}$$

Trhová hodnota podniku (V) pri 100% zadlžení:

$$V = \frac{Z}{i} = \frac{500}{0,10} = 5000,0 \text{ tis. EUR}$$

Z - zisk pred úrokmi a zdanením

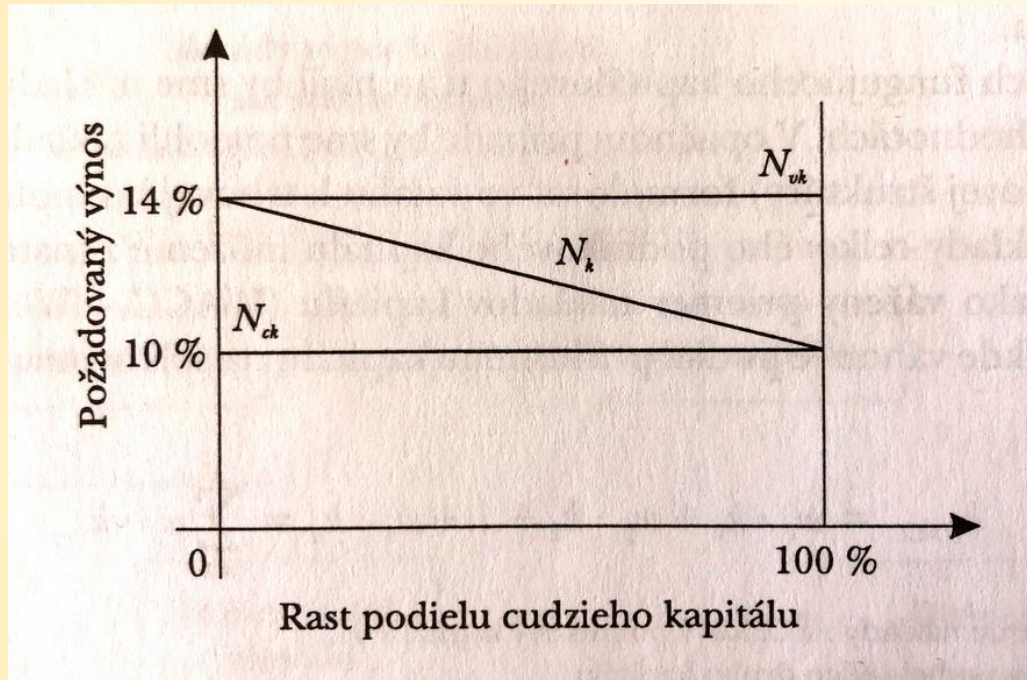
v - výnos z vlastného kapitálu

i - výnos (úrok) z cudzieho kapitálu



# Klasická teória

6/7



Trhová hodnota podniku (V) pri nulovom zadlžení:

$$V = \frac{Z}{v} = \frac{500}{0,14} = 3571,4 \text{ tis. EUR}$$

Trhová hodnota podniku (V) pri 100% zadlžení:

$$V = \frac{Z}{i} = \frac{500}{0,10} = 5000,0 \text{ tis. EUR}$$

Pri 100% zadlžení sa vážený priemer nákladov kapitálu = výnosu z cudzieho kapitálu.

Trhová hodnota podniku sa zvýši z 3571,4 tis. EUR (pri nulovom zadlžení) na 5000 tis. EUR. Rozdiel (zisk) 1428,6 tis. EUR získavajú akcionári.

= teória sa javí ako nerealistická:

Podnik by pri 100% zadlženosti musel zbankrotovať...

*Klasický prístup neumožňuje identifikovať optimálnu kapitálovú štruktúru.*

# Tradičný prístup – teória krivky U

1/3

- Rast zadlženosti podniku zvyšuje riziko veriteľov, ktorí ho kompenzujú zvýšením úrokovej miery, vyšší výnos požadujú aj akcionári.

*(Teória, na rozdiel od klasickej, nepredpokladá konštantné miery výnosu pre veriteľa, ani akcionára.)*

➤ *Podnik si môže požičiavať za bežnú úrokovú mieru do okamihu, keď začnú veritelia považovať mieru zadlženosti za takú, ktorá zvyšuje ich riziko.*

# Tradičný prístup – teória krivky U

2/3

*Ďalej si môže podnik požičiavať už za vyššiu úrokovú mieru.*

*Ak začnú pre zadlženie riziko pociťovať aj vlastníci, žiadajú vyšší výnos z kapitálu.*

*Do určitého podielu cudzieho kapitálu celkové náklady podniku na kapitál klesajú a potom začínajú rásť.*

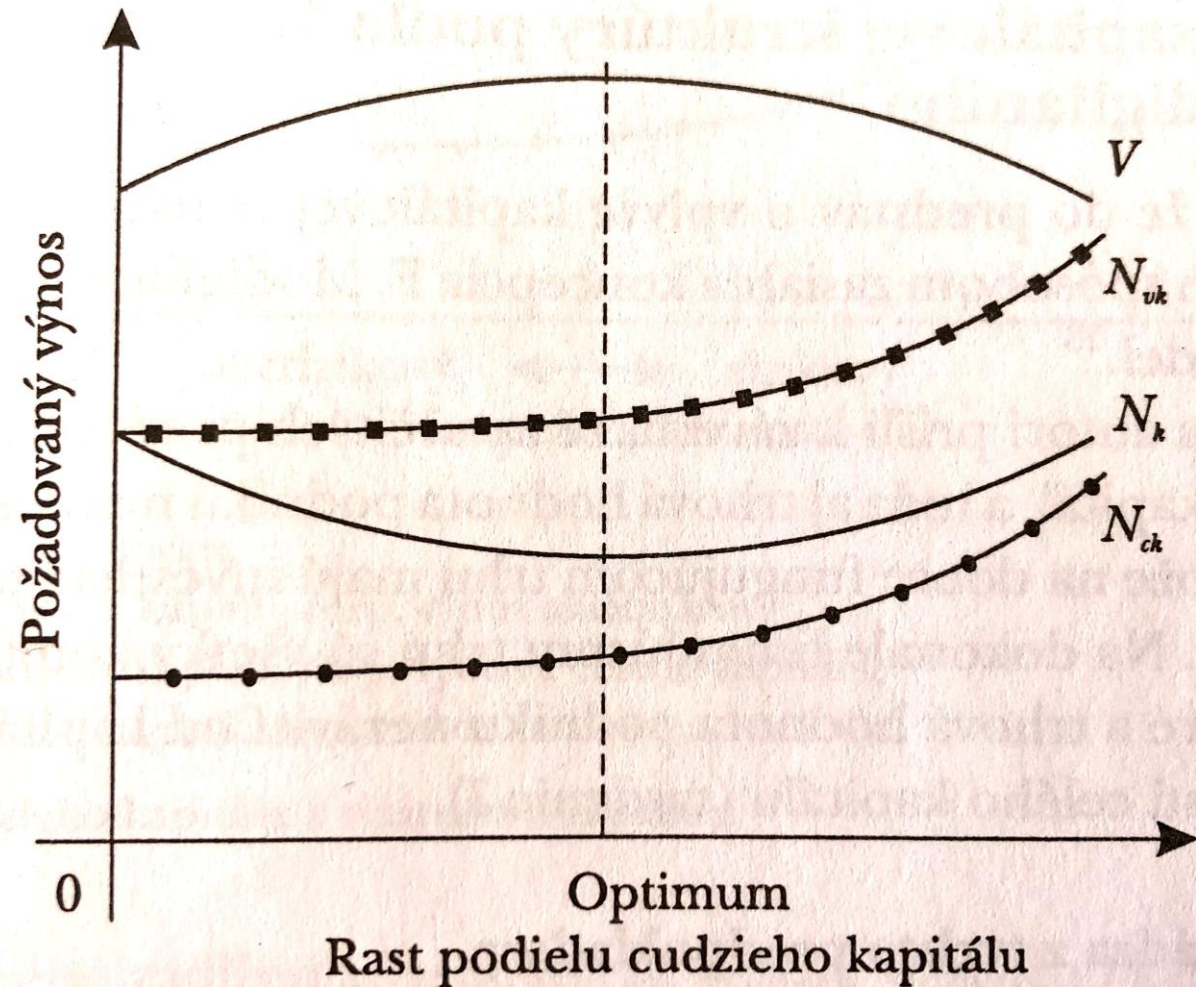
**= optimálna kapitálová štruktúra podniku je v bode, v ktorom celkové náklady na kapitál podniku sú minimálne.**

**V tomto bode podnik dosahuje aj najvyššiu trhovú hodnotu.**

# Tradičný prístup - teória krivky U

3/3

- $V$  - trhov hodnota podniku
- $N_{vk}$  - náklady na vlastn kapitál
- $N_{ck}$  - náklady na cudzí kapitál
- $N_k$  - náklady na podnikov kapitál



➤ *Za určitých podmienok sú celkové náklady na podnikový kapitál, a teda aj trhovú hodnotu podniku nezávislé od kapitálovej štruktúry.*

- *Trhová hodnota podniku nezávisí od kapitálovej štruktúry, ale od výnosnosti celého kapitálu.*

## Predpoklady:

- Kapitálový trh je dokonalý
- Podniky možno začleniť do viacerých skupín
- Čistý výnos (zisk a úroky) sa v jednotlivých obdobiach nemení
- Neberie sa do úvahy zdaňovanie zisku
- Možnosť získať úver a podmienky jeho získania sú rovnaké

*Pri zvyšujúcom sa podiele cudzieho kapitálu požiadavky akcionárov na vyšší výnos rastú plynule (nie od istého bodu).*

*Od istého stupňa zadlženia sa zvyšuje úroková miera z cudzieho kapitálu.*

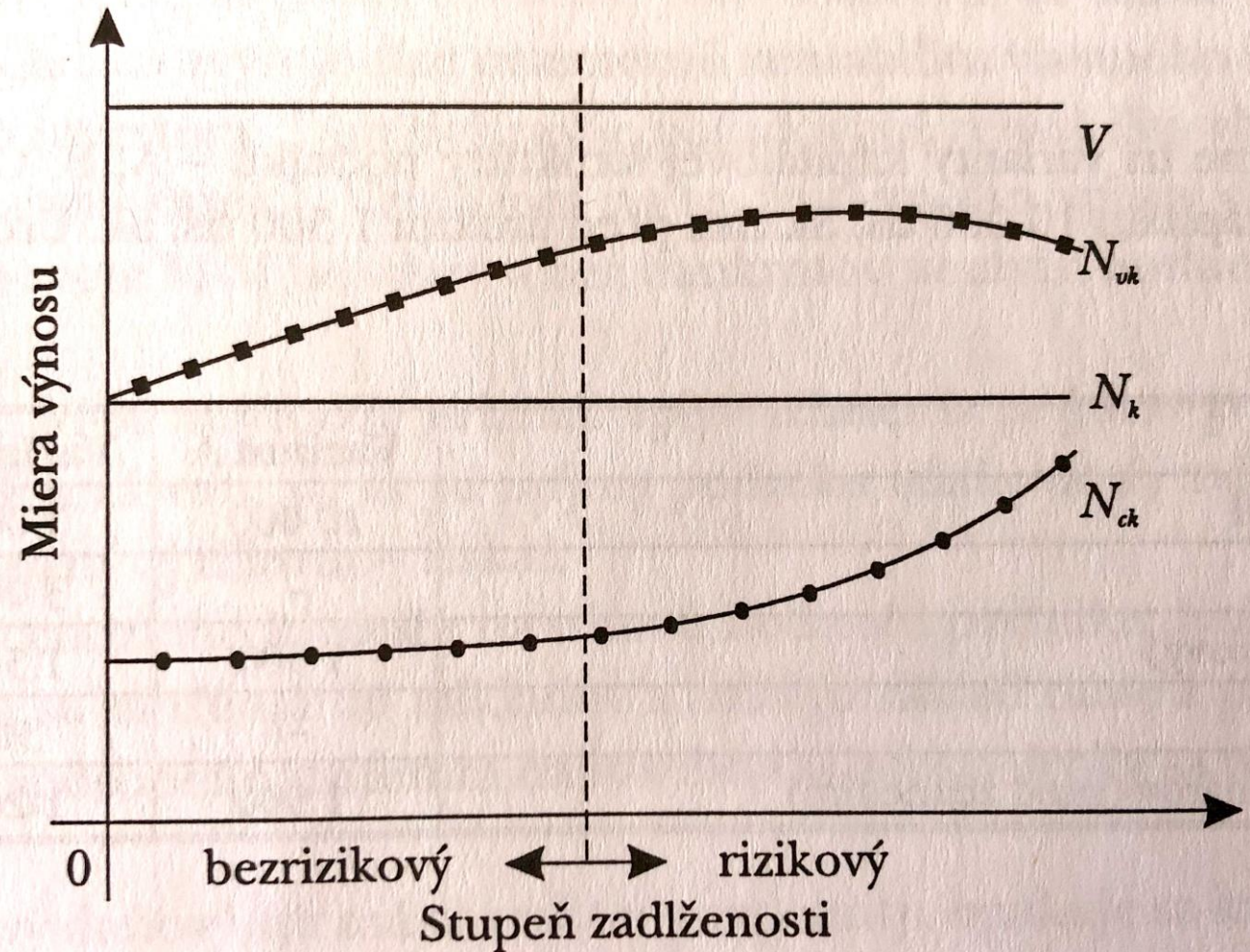
# Modigliani-Miller model

3/4

*V pásme rizikového zadlženia miera výnosu vlastného kapitálu rastie pomalšie (zakrivenie nadol).*

*Naopak, miera výnosu cudzieho kapitálu sa zvyšuje (zakrivenie nahor)*

- veritelia „preberajú“ časť podnikateľského rizika





## M-M model:

Pozitívny vplyv cudzieho kapitálu na trhovú hodnotu podniku vyplýva z toho, že úroky z dlhu znižujú daňový základ.

Zníženie dane spôsobené znížením daňového základu o úroky sa nazýva – **úrokový daňový štít**.

- *R. A. Braely a S. C. Myers* – spojili prístup M-M modelu s reálnymi podmienkami trhu.

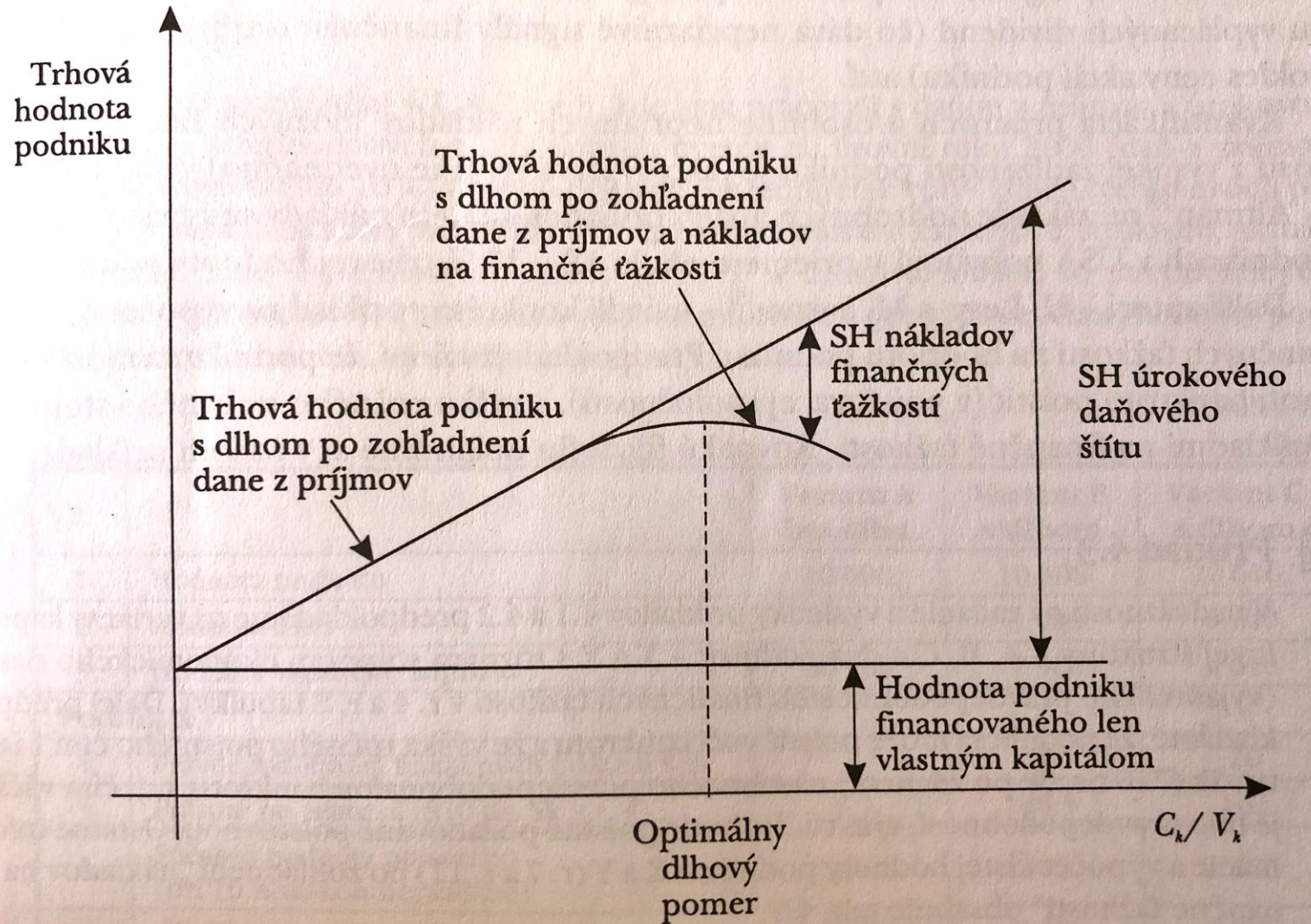
*- vytvorili „kompromis“ medzi výhodami daňového štítu a nákladmi na finančné ťažkosti.*

*Teoretické optimum podnik dosiahne, keď súčasná hodnota daňových úspor z ďalšieho dlhu je kompenzovaná zvýšením súčasnej hodnoty nákladov na finančné ťažkosti.*

# Kompromisná teória

2/3

- $C_k$  – cudzí kapitál
- $V_k$  – vlastný kapitál
- SH – súčasná hodnota



## Náklady na finančné ťažkosti:

- priame – poplatky právnikom a expertom v prípade úpadku podniku
- nepriame – súvisia s riadením podniku a jeho dôsledkami

Pri rozhodnutiach o kapitálovej štruktúre treba brať do úvahy 4 dimenzie:

- *Dane*
- *Riziko*
- *Typ aktív*
- *Finančná voľnosť*

# Teória hierarchického poriadku

1/1

- vypracoval ju S. C. Myers.

## 2 predpoklady:

- Manažéri sú lepšie informovaní o investičných príležitostiach ako ostatní investori mimo podnik
- Manažéri konajú v najlepšom záujme akcionárov

*Podniky používajú vnútorné financovanie pokiaľ môžu, a keď musia použiť vonkajšie financovanie, dajú prednosť dlhu pred emisiou akcií.*

*Manažéri poskytujú investorom pozitívny signál o podniku (prijatím kapitálovej štruktúry s vysokým podielom dlhu), očakávajúc záujem investorov a následne zvýšenie cien akcií.*

- vysokú zadlženosť si môžu dovoliť iba podniky s dostatočne veľkou výnosnosťou
- investori si vysokú zadlženosť interpretujú ako signál, že manažéri podniku sú si istí, že podnik si bude schopný v budúcnosti plniť dlhovú službu.
- preto investori podnik s vysokým dlhom vyššie ohodnotia

# Faktory ovplyvňujúce kapitálovú štruktúru

- *úroveň a stabilita cash flow*
- *kontrola nad podnikom*
- *vlastnícka štruktúra*
- *dividendová politika*
- *miera inflácie*
- *kapitálový trh a transakčné náklady*
- *charakteristika podniku, príslušnosť k odvetviu*
- *náklad na podnikový kapitál*
- *zdanenie príjmov*
- *riziko*
- *náklady finančných ťažkosti*
- *agentské náklady*
- *finančná voľnosť*

# Faktory ovplyvňujúce kapitálovú štruktúru

**Cash flow** (*čím vyššia je očakávaná úroveň cash flow, tým vyšší podiel cudzieho kapitálu podnik môže mať*)

**Kontrola nad podnikom** (*získavanie ďalších zdrojov ďalšou emisiou akcií rozdeľuje kontrolu nad podnikom*)

**Vlastnícka štruktúra** (*rodinné podniky majú tendenciu mať väčší dlh ako verejné spoločnosti s rozptýleným vlastníctvom*)

**Dividendová politika** (*čím vyššia zadlženosť podniku, tým väčšia pravdepodobnosť, že podnik nebude schopný udržať stabilnú dividendovú politiku.*)

**Miera inflácie** (*inflácia zvýhodňuje dlžníkov, preto stimuluje podniky, aby si viacej požičiavali*)

**Kapitálový trh a transakčné náklady** (*podniky majú tendenciu emitovať nové akcie, ak ceny akcií rastú, neemitujú akcie, ak ceny akcií klesajú*)



**Ďakujem za pozornosť**