

Teorie kapitálové struktury

Přednáška 11



**SLEZSKÁ
UNIVERZITA**

OBCHODNĚ PODNIKATELSKÁ
FAKULTA V KARVINĚ

Doc. Ing. Petra Růčková, Ph.D.

Katedra financí a účetnictví

ruckova@opf.slu.cz

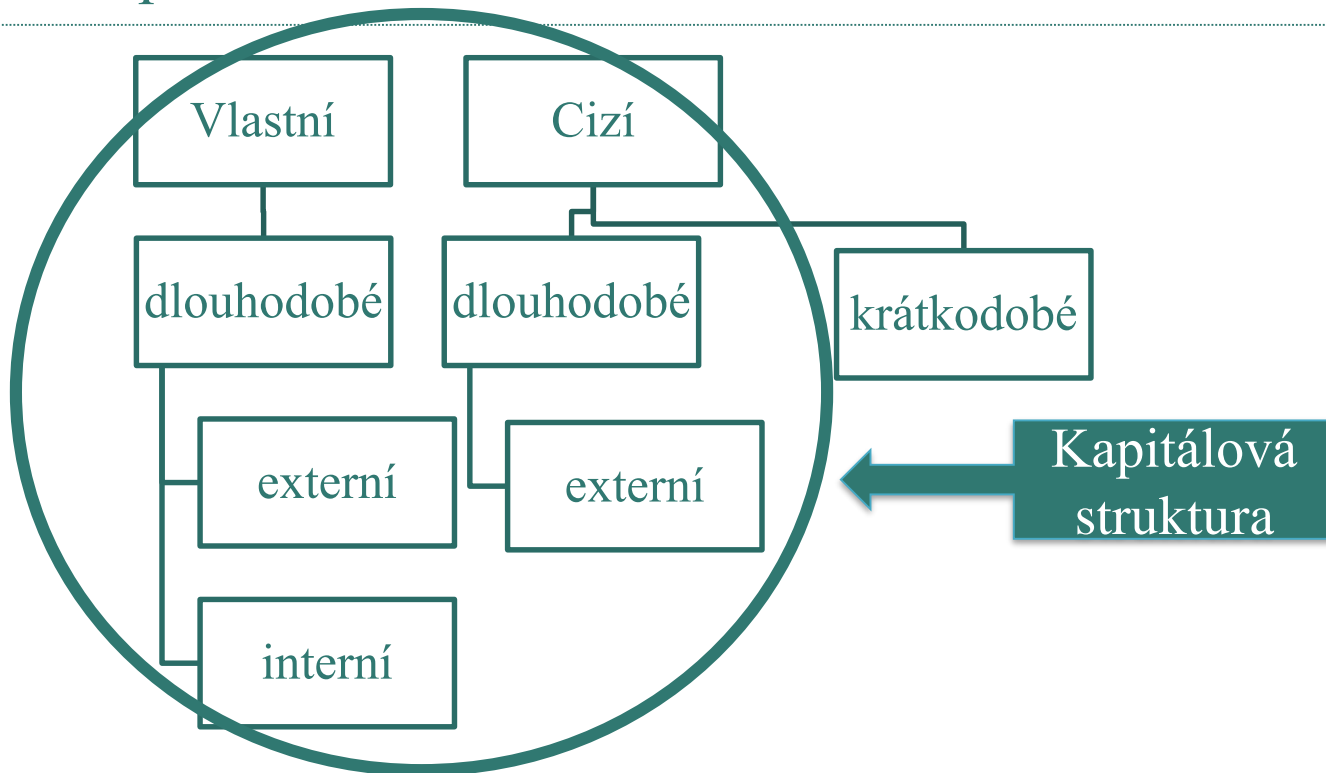


- Definování kapitálové struktury
- Teorie kapitálové struktury
 - Členění teorií
 - Model M&M
 - Trade off teorie
 - Teorie hierarchického pořádku
- Faktory ovlivňující kapitálovou strukturu v podnicích

Finanční x kapitálová struktura



SLEZSKÁ
UNIVERZITA
OBCHODNĚ PODNIKATELSKÁ
FAKULTA V KARVINĚ



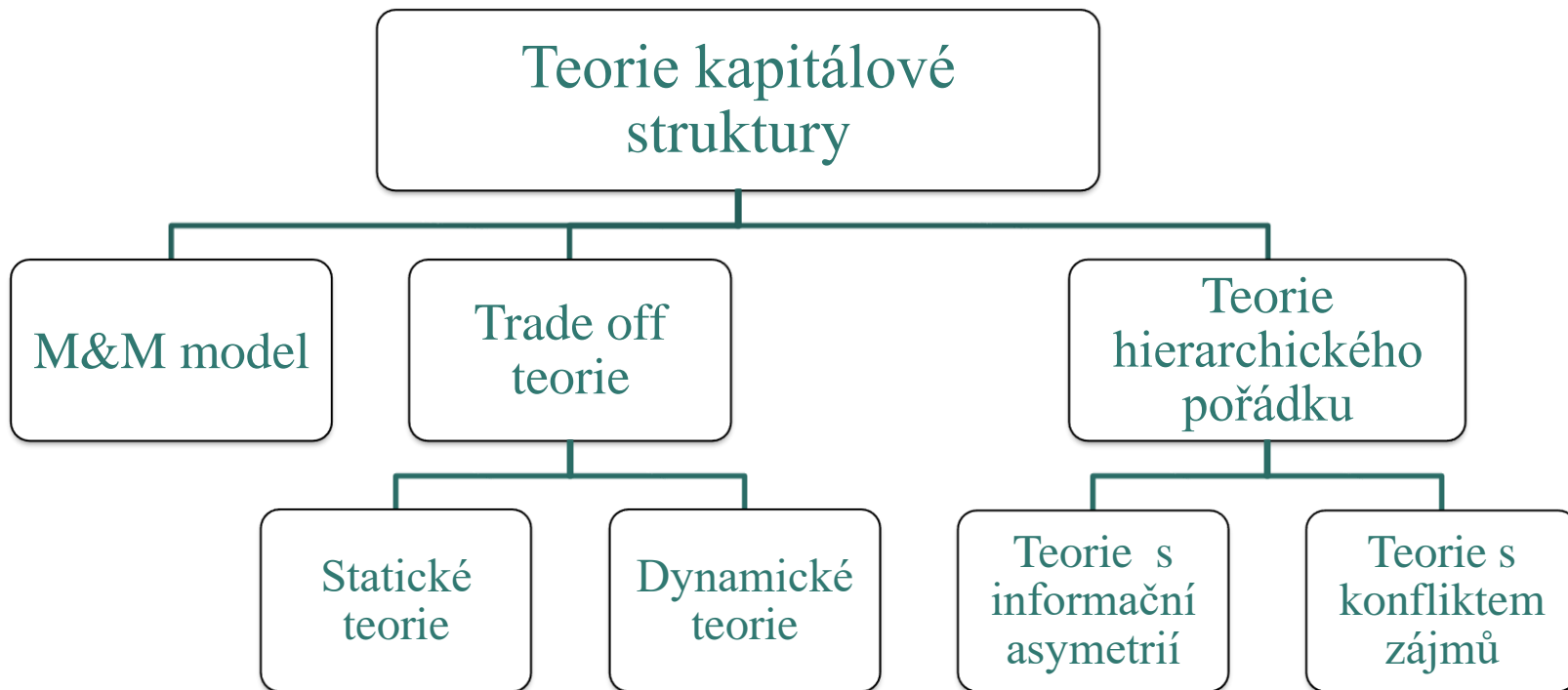
- Za **optimální kapitálovou strukturu** lze považovat takové rozložení kapitálu, které je spojeno s minimalizací nákladů na pořízení kapitálu a je v souladu s vývojem tržeb, zisku a strukturou majetku podniku.

Základní otázky spojené s kapitálovou strukturou



SLEZSKÁ
UNIVERZITA
OBCHODNĚ PODNIKATELSKÁ
FAKULTA V KARVINĚ

- Základní otázky, které jsou s touto problematikou spojovány, jsou:
- Jak společnosti financují své aktivity, resp. jaká je optimální kombinace dluhu a vlastního kapitálu?
- Které faktory ovlivňují možnosti financování?
- Jak volby zdrojů financování ovlivňují zbytek ekonomiky?



Model Miller & Modigliani



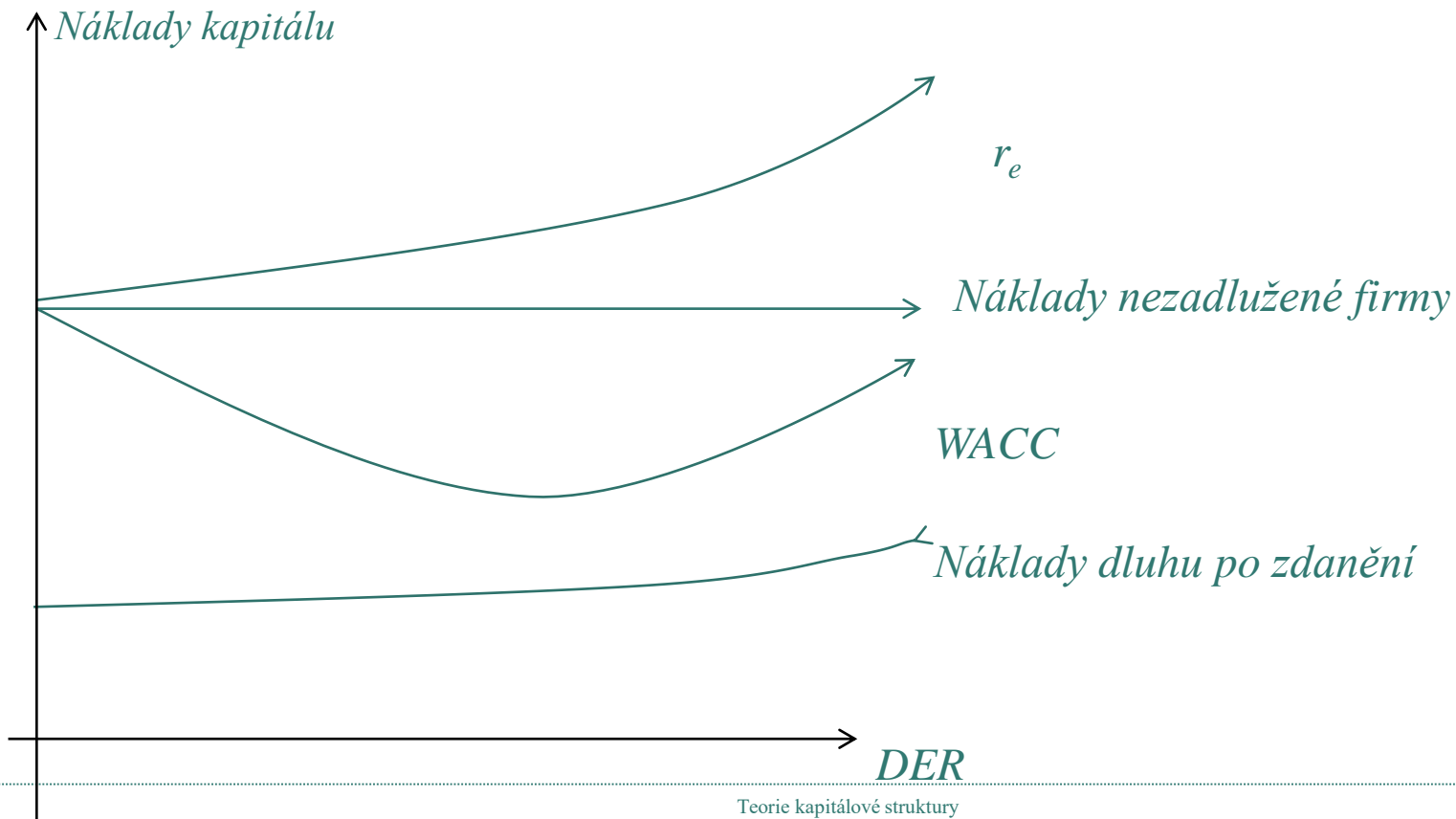
SLEZSKÁ
UNIVERZITA
OBCHODNĚ PODNIKATELSKÁ
FAKULTA V KARVINĚ

	Teorie	Hlavní rysy	Nedostatky	Hlavní studie
Miller a Modigliani model	M&M I.	Ve světě bez daní zadlužení nepřináší výhody	Nereálnost světa bez daní	Miller a Modigliani (1958)
	M&M II.	S růstem zadlužení roste očekávaný zisk. Zavedeno zdanění.	Neomezený růst dluhu. S rostoucím dluhem roste i riziko.	Miller a Modigliani (1958)
	M&M III.	Zavádí náklady finanční tísně. Míra ziskovosti musí přesáhnout očekávanou míru zisku na akcii – investice je pak akceptovatelná	Použité náklady jsou spojeny s nemožností regulace kapitálové struktury – pohlcení efektu úrokového daňového štítu.	Miller a Modigliani (1963)

Grafické znázornění modelu M&M – tvrzení III.



SLEZSKÁ
UNIVERZITA
OBCHODNĚ PODNIKATELSKÁ
FAKULTA V KARVINĚ





- Diskuse čtyř základních problémů
 - Kapitálová struktura není nijak daná
 - Vliv daní není jasně daný
 - Náklady finanční tísně jsou vnímány jako náklady mrtvé váhy
 - Transakční náklady

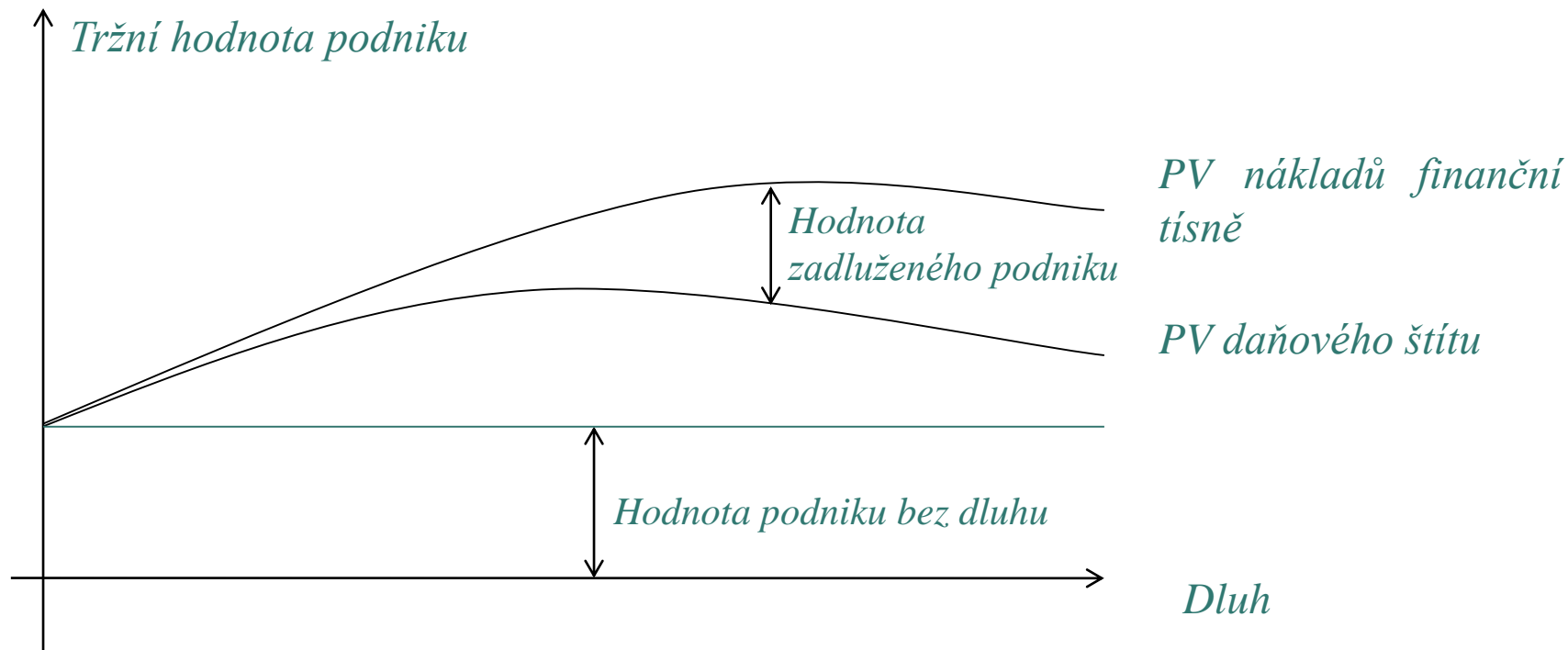
Trade off teorie



SLEZSKÁ
UNIVERZITA
OBCHODNĚ PODNIKATELSKÁ
FAKULTA V KARVINĚ

Teorie	Hlavní rysy	Nedostatky	Hlavní studie
Statické trade off teorie	<p>Kompromis mezi úrokovým daňovým štítem a náklady finanční tísně.</p> <p>Reálná ziskovost je ovlivněna regulováním dluhu v rámci kapitálové struktury.</p> <p>Neužívá dynamiku.</p>	<p>Obtížná kvantifikovatelnost nákladů dluhu, nákladů vlastního kapitálu a průměrných nákladů v závislosti na míře zadlužení.</p> <p>Teorie je testována na obligacích jako jediné podobě dluhu.</p> <p>Nereálnost teorie při použití bankovního úvěru.</p>	<p>Stiglitz (1973)</p> <p>Kraus a Litzeberger (1973)</p> <p>Hangen a Senbet (1978)</p> <p>Bradley et al. (1984)</p> <p>Myers (1984)</p> <p>Graham (2000, 2006)</p>
Dynamické trade off teorie	<p>Optimalizace kapitálové struktury pomocí kontinuálních rozhodnutí:</p> <ul style="list-style-type: none">• Daňové zvýhodnění dluhu versus náklady finanční tísně.• Investiční rozhodnutí versus náklady na restrukturalizaci. <p>Optimální kapitálová struktura nahrazena optimálním rozsahem.</p>	<p>Obtížná kvantifikovatelnost nákladů dluhu, nákladů vlastního kapitálu a průměrných nákladů v závislosti na míře zadlužení.</p>	<p>Fisher et al. (1989)</p> <p>DeAngelo (2011)</p> <p>Strabulaev a Whited (2012)</p>

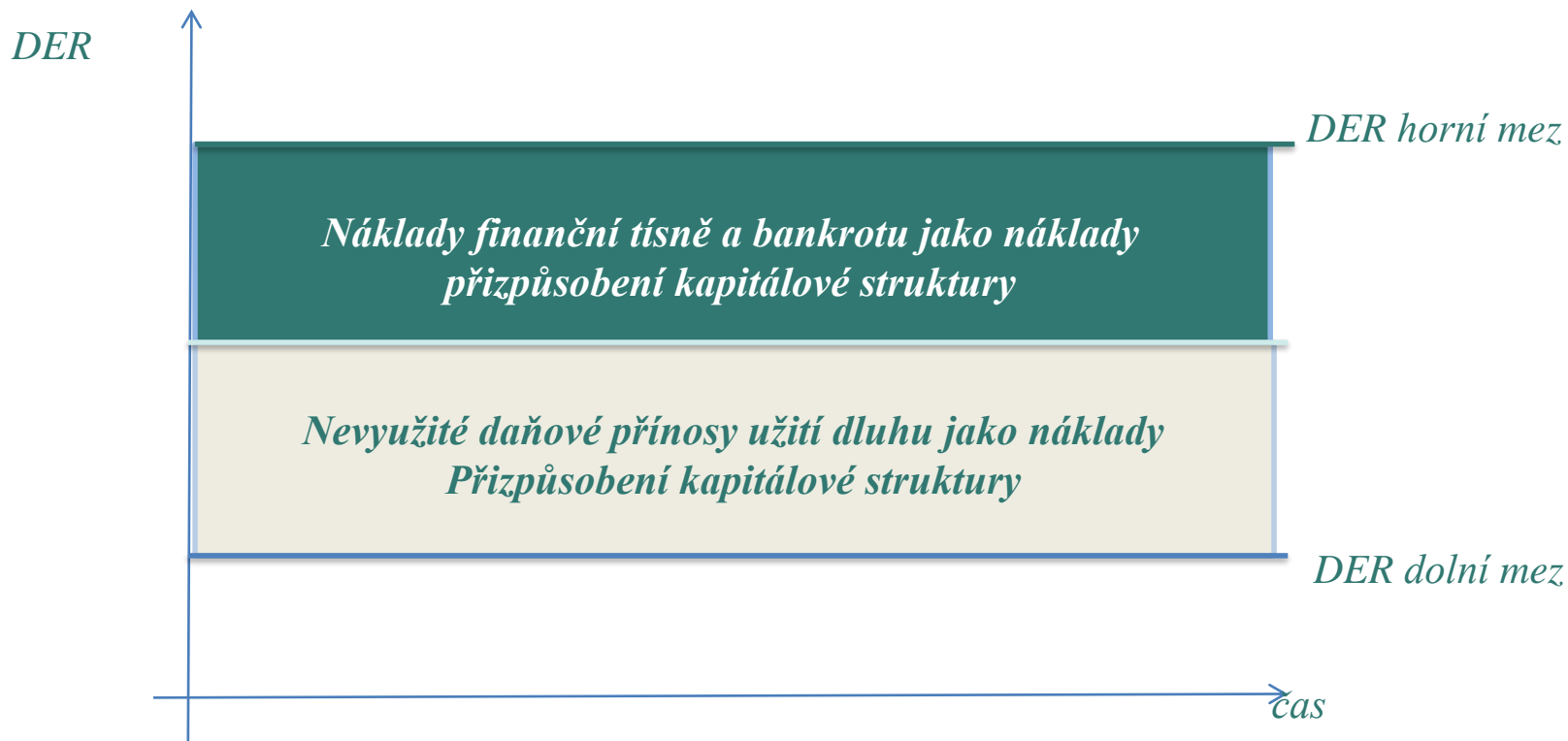
Grafické vyjádření trade off teorie z hlediska vztahů k tržní hodnotě podnik



Grafické vyjádření dynamických trade off teorií



SLEZSKÁ
UNIVERZITA
OBCHODNĚ PODNIKATELSKÁ
FAKULTA V KARVINĚ



Teorie hierarchického pořádku

- Optimální kapitálová struktura firmy v podstatě neexistuje.
- Snahy o přílišné zobecňování mohou být velmi zavádějící.
- Každá firma je natolik specifická, že její optimalizační snahy nelze přenášet na jiné firmy.
- Každá firma průběžně optimalizuje svá finanční rozhodnutí vzhledem k neustále se měnícím specifickým podmínkám svého vývoje.



Teorie hierarchického pořádku – informační asymetrie a nepříznivý výběr

- Nejziskovější firmy si půjčují nejméně.
- Podniky se nesnaží o nejlepší finanční rozhodnutí, cesta nejmenšího odporu.
- Dvousměrné fungování toku kapitálu podmíněno nutností existence volných cash flow.
- Vychází z nesprávného ocenění vlastního kapitálu na základě nedostatečných informací.
- Informační asymetrie se týká pouze hodnoty nového projektu, může vzniknout problém nadměrných investic. Otázka správného načasování.
- Hlavní studie: Myers (1977, 2001), Harris a Raviv (1991), Myers a Majluf (1984), Korajczyk et al. (1990), Frank a Goyal (2003), Taggart (1977), Baskin (1989), Allen (1993), Adediji (1998), Rashiah a Peong (2011), Jensen (1986)



- Vysoká hodnota dluhového financování může vést k:
 - růstu rentability akcionářů (z pozice rentability vlastního kapitálu),
 - likvidaci podniku v důsledku neúměrného zatížení náklady na pořízení cizího kapitálu (tlak na likviditu společnosti).
- Věřitel definuje „omezení shora“ (omezení rizika)
- Vlastníci podniku stanovují „omezení zespodu“ (tlak na efektivnost).

- Hlavní studie: Fama a Miller (1972), Jensen a Meckling (1976), Hirshlefer a Thakor (1989), Diamond (1989), Harris a Raviv (1990), Stulz (1991) – pozdější studie už nerozlišují čistě mezi konfliktem zájmů a informační asymetrií

Faktory ovlivňující kapitálovou strukturu



SLEZSKÁ
UNIVERZITA
OBCHODNĚ PODNIKATELSKÁ
FAKULTA V KARVINĚ

Podnikatelské riziko

- Spojeno s existencí podniku
- Ovlivněno konkurencí v oboru

Firemní daňová pozice

- Možnost odpočtu úrokových nákladů
- Snižování efektivních nákladů kapitálu

Faktory ovlivňující kapitálovou strukturu

Finanční flexibilita

- Dostupnost zdrojů financování
- Využití cizích zdrojů nejen u investic

Manažerský konzervatismus a agresivita

- Schopnosti manažera, chování manažera

Faktory ovlivňující kapitálovou strukturu



SLEZSKÁ
UNIVERZITA
OPAVĚ
OBCHODNĚ PODNIKATELSKÁ

	Vazba využití cizích zdrojů financování a příslušného faktoru v jednotlivých teoriích	
	Trade off teorie	Teorie hierarchického pořádku
Rentabilita	+	-
Likvidita	+	-
Stálá aktiva	+	-
Efektivní daňová sazba	+	-
Velikost podniku	+	-
Růst investičních příležitostí	-	+
Vliv bankovnictví	+	-



Děkuji za pozornost.

