

K diskuzi o optimalizaci a determinantech kapitálové struktury podniku[#]

(Diskuse k problému: optimalizace kapitálové struktury)

Josef Valach^{*}

Optimalizace kapitálové struktury je dlouhodobě diskutovaným problémem v teorii i praxi finančního řízení podniku. Klasická teorie optimální kapitálové struktury, jejíž zárodky jsou spojovány s D. Durandem (1952), vychází z tzv. „U“ křivky průměrných nákladů kapitálu. Její minimum determinuje optimální podíl dluhu a vlastního kapitálu na celkovém kapitálu. Protože minimalizace průměrných nákladů kapitálu znamená (za předpokladu neměnnosti očekávaných výnosů) maximalizaci tržní hodnoty firmy, často se za kritérium optimalizace kapitálové struktury považuje také maximalizace tržní hodnoty firmy.

Klasický model optimalizace kapitálové struktury nebyl v zásadě vyvrácen ani v průběhu dlouholeté diskuze, která o problému volby kapitálové struktury v odborných publikacích a člancích probíhá. Jejím východiskem byly dva významné články Modiglianiho a Millera (1958, 1963), ve kterých formulovali známé hypotézy M-MI a M-MII. Doplnění původní nereálné hypotézy M-MI (náklady kapitálu firmy nejsou závislé na struktuře jejího kapitálu, protože výnosy z levnějšího dluhu jsou plně kompenzovány rostoucími náklady vlastního kapitálu) o zohlednění daňových efektů dluhu vedlo k hypotéze M-MII (náklady kapitálu v důsledku úrokového daňového štítu neustále klesají a nejvýhodnější je tedy co nejvyšší zadlužení firmy). Další rozšíření hypotézy M-MII o zahrnutí bankrotu a nákladů finanční tísně do nákladů kapitálu vede značnou část finančních teoretiků k závěru, že „křivka, která kombinuje daňový efekt s efektem úpadku nás vede zpět k původnímu tvrzení..... které konstatuje, že náklady kapitálu směřují ve své podstatě k tvaru U“. (Block, 1994, s. 338).

V rámci široké diskuze o optimalizaci kapitálové struktury se však (v souvislosti se snahou zachytit časté odchylky formování kapitálové struktury v praxi od teoretického postulátu optimalizace pomocí minimalizace nákladů kapitálu) objevilo několik dalších teoretických přístupů k vymezení optimální kapitálové struktury.

Mohou se rozdělit do dvou skupin. První skupina těchto teorií uznává možnost stanovení optimální kapitálové struktury pro každou firmu na základě optimálního výběru různých druhů substituce (kompromisů). Nejčastěji se zdůrazňuje kompromis mezi náklady finanční tísně a úrokovým daňovým štítem. Podle této kompromisní teorie kapitálové struktury je optimální kapitálová struktura dosažena tehdy, jestliže současná hodnota daňových úspor z dodatečných dluhů je vykompenzována zvýšením současné hodnoty nákladů finanční tísně. Čili jestliže platí, že úrokový daňový štít (který snižuje průměrné náklady kapitálu a zvyšuje tržní hodnotu firmy) je stejný jako náklady finanční tísně (které zvyšují průměrné náklady kapitálu a snižují tržní hodnotu firmy).

[#] Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného záměru *Rozvoj účetní a finanční teorie a její aplikace v praxi z interdisciplinárního hlediska* s registračním číslem MSM6138439903.

^{*} Prof. Ing. Josef Valach, CSc. – profesor; Katedra financí a oceňování podniku, Fakulta financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze, nám. W. Churchilla 4, 130 67, Praha 3; <kfop@vse.cz>.

Na principu kompenzace různých nákladů a minimalizace nákladů kapitálu jsou založeny i další obdobné teorie (signální teorie, teorie zastoupení, teorie finanční volnosti). Od kompromisní teorie kapitálové struktury se liší tím, co zahrnují do celkových nákladů, které determinují kapitálovou strukturu.

Kompromisní teorie kapitálové struktury bývá někdy chápána jako jiný přístup k volbě kapitálové struktury, než přístup pomocí minimalizace nákladů kapitálu. Podle mého názoru však nejde v zásadě o odlišný přístup; rozdíl je jen v tom, že kompromisní teorie zdůrazňuje nutnost do průměrných nákladů kapitálu zahrnout i ev. náklady finanční tísně (přímé a nepřímé náklady konkurzu, náklady související s řešením konfliktu zájmu mezi věřiteli a akcionáři ap.). Kritériem optimální kapitálové struktury zůstávají dále náklady kapitálu.

Zcela jiný přístup k volbě kapitálové struktury přináší druhá skupina teorií. Jejich představitelem je zejména teorie hierarchického pořádku. Podle jejich původních autorů (Myers – Majluf, 1984) v důsledku asymetrické informace o firmě mezi manažery a akcionáři dochází k tomu, že investice jsou financovány nejprve pomocí vlastních interních zdrojů (nerozdělený zisk, odpisy). V druhém pořadí jsou využívány různé formy dluhu (obligace, úvěry). Teprve v posledním pořadí firmy využívají emise akcií pro financování rozvoje. Dluhové financování je tak preferováno před externím vlastním kapitálem.

Závěry teorie hierarchického pořádku dosti silně podporují některé empirické výzkumy o dlouhodobém financování amerických akciových společností. Kamath (1997) zkoumal názory 690 amerických průmyslových firem, kótovaných na burze s těmito výsledky:

- 65 % firem uplatňuje v dlouhodobém financování princip finanční hierarchie, 45 % usiluje o hledání cílové optimální kapitálové struktury;
- téměř 85 % firem řadí na první místo v dlouhodobém financování interní zdroje;
- 75 % firem na druhé místo řadí různé formy přímého dluhu, nezaměnitelného za akcie;
- více než 80 % firem na poslední místa dlouhodobého financování řadí různé formy kmenových a prioritních akcií.

V průběhu posledních 10 – 15 let se zkoumání kapitálové struktury firem posunulo od hledání optimální kapitálové struktury pomocí nákladů kapitálu ke zkoumání hlavních faktorů, determinujících kapitálovou strukturu. Práce mnoha autorů (Chaplinsky – Niehaus, 1990, Titman, 1998 aj.) tak analyzují pomocí korelačních vztahů stupeň závislosti míry zadlužení firem na různých faktorech. Z těchto analýz většinou vyplývá, že nejvýrazněji na míru zadlužení působí velikost podniku (vyjádřena výší tržeb), dosahovaná rentabilita, výše hmotného majetku a dynamika růstu podniku. Méně významnějšími faktory se jeví podnikové daně, odvětvová příslušnost firmy.

Výsledky těchto analýz jsou však velmi různorodé. U průmyslově vyspělých zemí se obvykle dochází k závěru, že pozitivní vztah existuje mezi výší hmotného majetku, dynamikou růstu firmy a mírou zadlužení. Vztah mezi velikostí tržeb a mírou zadlužení nemá jednoznačný charakter. Rentabilita podniku má převážně negativní důsledek na míru zadlužení. Analýzy, provedené za země s transformující se ekonomikou (Bauer 2004, Weill 2004) většinou dospívají k závěru, že výše hmotného majetku (na rozdíl od vyspělých zemí) je negativně korelována se zadlužeností. Dynamika růstu firmy má (stejně jako u vyspělých zemí) pozitivní vztah k míře zadlužení. Vztah mezi velikostí firmy a mírou zadlužení se jeví většinou jako nevýrazný a rentabilita podniku má negativní důsledky na míru dluhu (obdobně jako u vyspělých zemí).

Analýzy korelačních závislostí mezi strukturou majetku, velikostí firem, jejich ziskovostí, dynamikou jejich vývoje, ev. jinými faktory a mírou zadluženosti firem nesporně přispívají k dokonalejšímu poznání chování firem v oblasti kapitálové struktury. Podle mého názoru však jejich výsledky prozatím neumožňují dospět k závěru, že hledání optimální kapitálové struktury podniku pomocí kritéria minimalizace nákladů kapitálu nemá své opodstatnění. Vedou však k poznání, že optimální kapitálovou strukturu je třeba odvozovat nejen pomocí kritéria minimalizace nákladů kapitálu (ev. maximalizace tržní hodnoty firmy), ale také s přihlédnutím k dalším faktorům, zejména k výši a struktuře majetku podniku, rentability podniku, ev. k odvětvové příslušnosti firmy.

Analýzy korelační závislosti míry zadlužení na různých firemních ukazatelích dosti silně potvrzují koncepci teorie hierarchického pořádku. Prokazují totiž většinou negativní závislost mezi výší rentability a mírou zadlužení firmy. Potvrzují tak její hlavní myšlenku, že firmy preferují při financování především interní zdroje před externími zdroji, zejména pak před emisí akcií. V rámci výběru externích zdrojů však dávají přednost různým formám dluhů před akciovým kapitálem. Uplatňuje se zde dále kritérium nákladů kapitálu, které jsou při zdrojích získaných cestou úvěru zpravidla nižší, než cestou emise akcií. Teorie hierarchického pořádku využívá tak k volbě kapitálové struktury opět kritérium minimalizace nákladů kapitálu, ale jen omezeně při výběru různých forem externího kapitálu. Priorita interních zdrojů financování je v ní zdůvodněna jinými kritérii (preference manažerů, averze manažerů k emisí akcií aj.).

Literatura

- [1] Bauer, P. (2004): *Determinants of Capital Structure: Empirical Evidence from the Czech Republic*. Finance a úvěr, 2004, roč. 54, č. 1-2, s. 2-21.
- [2] Block, S. B. – Hirt, G. A. (1994): *Foundation of Financial Management*. Homewood, Irwin, 1994.
- [3] Chaplinsky, S. – Niehaus G. (1990): *The Determinants of Inside Ownership and Leverage*. University of Michigan, Working Paper Series, 1990.
- [4] Durand, D. (1952): *Cost of Debt and Equity Funds for Business: Trends and Problems of Measurement*. In: *Conference on Research in Business Finance*. New York, National Bureau of Economic Research, 1952, s. 215–247.
- [5] Kamath, R. R. (1997): *Long-Term Financing Decisions: Views and Practices of Financial Managers of NYSE Firms*. The Financial Review, 1997, roč. 32, č. 2, s. 331-356.
- [6] Modigliani, F. – Miller, M. H. (1958): *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*. American Economic Review, 1958, roč. 48, č. 3, s. 261-297.
- [7] Modigliani, F. – Miller, M. H. (1963): *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*. American Economic Review, 1963, roč. 53, č. 3, s. 433-443.
- [8] Myers, S. C. – Majluf, N. S. (1984): *Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information the Investor Do not Have*. Journal of Financial Economics, 1984, roč. 13, č. 2, s. 187-221.
- [9] Titman, S. – Wessels, R. (1988): *The Determinants of Capital Structure Choice*. Journal of Finance, 1988, roč. 43, č. 1, s. 1-19.
- [10] Weill, L. (2004): *What Determines Leverage in Transition Countries*. Finance a úvěr, 2004, č. 5-6, s. 234-242.

K diskuzi o optimalizaci a determinantech kapitálové struktury podniku

Josef Valach

ABSTRAKT

Příspěvek stručně shrnuje různé teorie optimální kapitálové struktury firem. Informuje o výsledcích posledních analýz, zabývajících se tzv. determinanty kapitálové struktury (míra zadlužení). Dochází k závěru, že tyto analýzy potvrzují nutnost více-kriteriálního přístupu k volbě kapitálové struktury: vedle minimalizace nákladů kapitálu je třeba respektovat zejména výši a strukturu majetku podniku, dynamiku jeho zisku aj. faktory.

Klíčová slova: Teorie kapitálové struktury; Determinanty kapitálové struktury; Optimální kapitálová struktura.

To Discussion about Optimization and Determinants of Capital Structure

ABSTRACT

The paper briefly summarizes different capital structure theories of firms. It also informs about the results of last analyses dealing with capital structure rate of debt determinants. It arrives at a conclusion, that these analyses confirm necessity of multi-criteria access to choice of capital structure: besides cost of capital minimization must be take into consideration especially size and structure of assets, dynamics of profit and other factors.

Key words: Capital structure theories; Determinants of capital structure; Optimum capital structure.

JEL classification: G30.