

DETERMINANTY OVPLYVŇUJÚCE ROZHODOVANIE O KAPITÁLOVEJ ŠTRUKTÚRE

THE DETERMINANTS AFFECTING CAPITAL STRUCTURE DECISIONS

Silvia BASTYR

Abstrakt

Obeh kapitálu je nevyhnutný pre širší hospodársky rast, ktorý je možné dosahovať prostredníctvom dlhodobo udržateľných a rastúcich podnikov. Spoločnosti, ktoré majú príležitosti zvýšiť svoje zisky, potrebujú doplniť kapitál. Vo všeobecnosti kapitálovo prispievajú vlastníci podniku, avšak spoločnosti sa s cieľom zabezpečiť financovanie krátkodobých, aj dlhodobých projektov, často uchýľujú k získavaniu prostriedkov z rôznych zdrojov. Kombinácia dlhového a kapitálového financovania v zdrojoch spoločnosti je známa ako jej kapitálová štruktúra.

Napriek rozsiahlej empirickej literatúre, ktorá je k tejto téme k dispozícii, existuje v zásade len konsenzus o sklone firiem k optimálnej kapitálovej štruktúre, avšak neexistuje zhoda v oblasti hlavných determinantov ovplyvňujúcich finančné správanie podnikateľských subjektov. V uplynulých desaťročiach sa teda skúmanie kapitálovej štruktúry, prostredníctvom analýzy korelačných vzťahov, rozšírilo od hľadania optimálnej kapitálovej štruktúry s prihliadnutím na náklady kapitálu, k výskumu faktorov, ktoré kapitálovú štruktúru determinujú.

Kľúčové slová: Determinanty, kapitálová štruktúra, teória, financovanie

Abstract

Capital flow is inevitable for broader economic growth, which is possible to achieve via sustainable companies aiming at long-term continuous growth. Companies that are able to increase profitability need to enhance the capital base. Generally, shareholders are the ones who financially support the company growth, however there are also other options how to increase investments and /or finance the short, or long-term projects. In this context, companies strive for using also other resources of investments. Combination of internal and external financing is known as capital structure.

Despite there is wide empirical literature available in the area of corporate finance, one can find consensus only on the topic of optimal capital structure. There is no common alignment in the area of main determinants that have impact on financial behaviour of companies. In the past decade, optimal capital structure research, taking into account the correlation analysis, has widened from searching the optimal capital structure (taking into account cost of capital) towards determinants of the optimal capital structure.

Key words: Determinants, capital structure, theory, financing sources, corporate finance

JEL Classification: G30, G32

Úvod

Štúdia Modiglianiho a Millera (1958) vzbudila veľký záujem výskumníkov zameraných na relevantnosť/irelevantnosť, ako aj determinanty kapitálovej štruktúry (resp. pákového efektu). Tradičný pohľad, že na dokonalých trhoch bez daní nemá pre hodnotu firmy kapitálová štruktúra žiadny význam, prispel k rozvoju súčasného názoru, že pre jednotlivé firmy existuje optimálna kombinácia dlhu a vlastného imania, ktorá je výsledkom kompromisu medzi nákladmi a prínosmi použitia dlhu v kapitálovej štruktúre. Mainstreamový pohľad je výsledkom vývoja teórie rozšírenej o agentské náklady a výskumu týkajúceho sa dopadu nákladov na bankrot na samotnú hodnotu firmy.

Možno teda konštatovať, že ďalšie modely nadväzujúce na pôvodnú teóriu MM, s cieľom priblížiť sa k reálnym podmienkam trhu, zohľadnili aj mnohé trhové „nedokonalosti“ (Sivák a kol., 2019).

K tejto téme je k dispozícii veľké množstvo empirických výskumov, ktoré podporujú teórie kapitálovej štruktúry. Vedci z celého sveta majú kontinuálnu snahu identifikovať hlavné determinanty kapitálovej štruktúry, často však nájdeme protichodné empirické dôkazy, a to aj o základných faktoroch. Tieto rozpory a nezhody možno vysvetliť aj tým, že mnohé empirické štúdie sa uskutočňujú s cieľom poskytnúť podporu požadovanému uhlu pohľadu, alebo inak povedané, hľadajú podporu akejkoľvek teórii následnými štúdiami.

Riešenie na prvý pohľad jednoduchej otázky optimálneho pomeru medzi cudzím a vlastným kapitálom je natoľko komplexné, že v teórii sa do súčasnosti nenašla univerzálne odpoveď. Faktory, ktoré je potrebné rešpektovať pri určitom type podniku, môžu byť absolútne irelevantné pre iný typ, preto aj výber, či opodstatnenosť určitého typu modelu, môže byť v rôznych podnikoch rozdielny. Stanovenie optimálnej kapitálovej štruktúry a rozhodovanie podnikov o kapitálovej štruktúre sa zaraďuje medzi najviac analyzované a napriek tomu doteraz nevyriešené oblasti modernej teórie podnikových financií. (Sivák a kol., 2019)

1 Prehľad literatúry

Za najzásadnejšie teórie podľa ktorých je možné najlepším spôsobom vysvetliť rozhodovanie o kapitálovej štruktúre podnikov sa zaraďujú najmä kompromisný model a teória hierarchického poriadku. Jednou z prvých teórií v tomto smere je práve spomínaná teória kompromisu, ktorá sa v literatúre o kapitálovej štruktúre stále považuje za teóriu hlavného prúdu. Táto teória naznačuje, že optimálna kombinácia dlhu a vlastného imania by viedla k dosiahnutiu maximálnej hodnoty pre spoločnosť; mix dlhu a vlastného imania je zase určený vážením hodnoty daňového štítu proti rôznym nákladom na finančné ťažkosti, ako aj agentským nákladom a morálnemu hazardu (Myers, 1984).

Machek, Kubíček, (2018) vo svojich záveroch vyjadrujú významnú podporu pre teóriu kompromisu v českých spoločnostiach; hlásia, že otázka rizika vyšších agentských nákladov je minimalizovaná koncentrovanou vlastníckou štruktúrou, ktorá podporuje výkonnosť organizácie, avšak len do istej miery. Dospievajú k záveru, že firmy musia porovnávať účinnosť koncentrácie vlastníckej štruktúry s marginálnym príspevkom k efektívnosti organizácie, a teda musí existovať optimálna kapitálová štruktúra.

V ostrom kontraste so statickými teóriami kompromisu je alternatívna teória, známa ako teória hierarchického poriadku, založená na predpoklade, že firmy z dôvodov informačnej asymetrie medzi manažérmi a investormi dôrazne uprednostňujú interné zdroje financovania pred vonkajšími a cudzí kapitál oproti vlastnému, ak sa rozhodnú pre externé financovanie.

Zatiaľ čo klasické argumenty na podporu teórie kompromisu sú založené na daňových výhodách a agentských nákladoch, mnohé empirické štúdie poskytujú väčšiu podporu teórii

hierarchického poradia, ktorá je založená na asymetrických informačných problémoch a podhodnotení a nesprávnom ocenení nehmotných príležitostí na rast. Od firiem sa teda očakáva, že v prípade potreby financovania, budú postupovať podľa konkrétneho poradia preferencií, tj. nerozdeleného zisku, dlhu a vlastného imania.. (Myers, Majluf, 1984).

Venujúc sa ďalej skúmaniu argumentácie v prospech, či proti, jednotlivých teórii v ďalších výskumoch, možno spomenúť závery Chena (2004) ktorý odhalil, že zatiaľ čo kompromisný model nedokáže vysvetliť finančné správanie spoločností v čínskych firmách, určité faktory špecifické pre podnik ovplyvňujú pákový efekt čínskych firiem rovnako, ako v západných krajinách.

Strýčková (2017) zas nenašla dôkazy na podporu teórie kompromisu, pokiaľ ide o štruktúru cieľového kapitálu založenú na daniach, štúdia však uvádza rozsiahlu podporu tejto teórie, pokiaľ ide o náklady na bankrot.

Podobný jav pozorovali aj Booth a kol. (2001), ich štúdia poskytuje podstatnú podporu existencii asymetrie, a tým podporujú teóriu hierarchického poriadku.

Ako sme už vyššie spomínali, neustále zlyhanie pri vysvetľovaní pozorovaného finančného správania spoločností viedlo k vzniku alternatívneho prístupu založeného na informačnej asymetrii (Myers, Majluf, 1984). Tento prístup totiž, okrem iného, vysvetľuje, prečo veľké a ziskové firmy hromadia svoje nerozdelené zisky (Tsyplakov, 2008) a prečo majú firmy pri rozhodovaní o financovaní tendenciu uprednostňovať dlh pred vlastným imaním (Shyam-Sunder, Myers, 1999).

Uprostred veľkej popularity už spomínaných teórií kapitálovej štruktúry sa vyvinula tzv. teória časovania na kapitálovom trhu, ktorá je do istej miery podobná s teóriou hierarchického poriadku. Pokiaľ by bolo časovanie hlavným východiskom finančných rozhodnutí podniku, aktuálna kapitálová štruktúra by bola kumulatívnym výsledkom vyplývajúcim z chybných ocenení jednotlivých nástrojov financovania na kapitálovom trhu v minulosti, keď podnik potreboval externé zdroje financovania (Baker, Wurgler, 2002).

Ďalej nemožno opomenúť závery hypotézy signalizácie založenej na informačnej asymetrii, kde manažéri používajú kapitálovú štruktúru na signalizáciu perspektív zle informovaným investorom (Ross, 1977).

Tento prístup vychádza z načasovania trhu a nie je podložený silnými empirickými dôkazmi. Aj keď teória časovania trhu správne predpovedá niektoré z pozorovaných vzorcov v kapitálovej štruktúre, vo veľkej miere nedokáže dominantne pozorované vzorce predpovedané teóriou kompromisu vyriešiť (Frank, Goyal, 2009). Frank, Goyal (2009) vo svojom hodnotení úloh rôznych faktorov finančného korporátneho správania, ktoré vykazujú verejne obchodovateľné americké firmy ďalej zistili, že najvýznamnejšiu prediktívnu silu má súbor šiestich základných faktorov a síce mediánová páka v priemysle, hmotnosť majetku, ziskovosť, veľkosť spoločnosti, inflácia, resp. trhové podmienky a pomer trhových účtovných aktív. Ostatné faktory uvedené v existujúcej literatúre dodávali ním skúmanému modelu iba 2% prediktívnu silu

Teórie kompromisu majú síce značnú empirickú podporu a sú naďalej hlavným prúdom literatúry o kapitálovej štruktúre, nedokážu však vysvetliť pozorované finančné správanie podnikateľských subjektov. Toto sa podľa mnohých názorov dá lepšie vysvetliť teóriou hierarchického poriadku. I keď oba prístupy majú svoje výhody, ako aj nevýhody, žiaden z nich sa nekvalifikuje ako samostatná komplexná teória, ktorá by dokázala vysvetliť, prečo sa spoločnosti rozhodujú v určitých podmienkach pre financovanie vlastným kapitálom a iné cudzím.

Veľká časť výskumu zameraného na determinanty kapitálovej štruktúry podnikov sa spočiatku zameriavala prevažne na USA a určovala faktory ovplyvňujúce správanie spoločností pri financovaní konkrétne v amerických firmách. Vedci v poslednej dobe rozšírili výsledky z USA, aby otestovali teórie kapitálovej štruktúry vo vyspelých krajinách s podobnými štruktúrami a charakteristikami, s cieľom dosiahnuť konsenzus ohľadom faktorov, ktoré môžu mať vplyv na dopyt podniku po finančných prostriedkoch.

Prvý pokus v tomto smere uskutočnili Rajan, Zingales (1995), ktorí vo svojej štúdií v regióne G-7 (Kanada, Francúzsko, Nemecko, Taliansko, Japonsko, Spojené kráľovstvo a USA) zistili, že pre USA, ako aj štáty G-7, je relevantný, pokiaľ ide o determinanty správania sa podnikového financovania, identický súbor premenných.

Aj pokračujúci výskum tejto témy sa vo veľkej miere zameriaval na USA, resp. na rozvinuté krajiny, ktoré majú inštitucionálne podobnosti s USA (Wald, 1999; Ozkan, 2001).

Zatiaľ čo hlavným zameraním výskumných pracovníkov sa stali rozvinuté krajiny vykazujúce podobnú inštitucionálnu štruktúru a zdieľajúce podobné charakteristiky, výskum determinantov kapitálovej štruktúry v rozvojových krajinách je stále mizivý. Nemožno však povedať, že štúdie pre túto oblasť neexistujú vôbec. Jednu z popredných štúdií v smere testovania teórií kapitálovej štruktúry v rozvojových krajinách uskutočnili Booth a kol. (2001). Spomínaná štúdia bola vykonaná s cieľom zistiť, či je možné faktory ovplyvňujúce kapitálovú štruktúru v rozvinutých krajinách zovšeobecniť aj pre rozvojové krajiny. Výsledky odhalili, že na správanie podnikového financovania v rozvojových krajinách vplýval rovnaký súbor faktorov, ako v rozvinutých krajinách, a to aj napriek hlbokým rozdielom v inštitucionálnej štruktúre.

Aj ďalšie štúdie a názory potvrdzujú, že práve inštitucionálne rozdiely majú značný vplyv na rozhodnutia o kapitálovej štruktúre. Napríklad Skalická a kol. (2017) konštatuje, že právna štruktúra organizácie a daňové politiky majú podstatný vplyv na kapitálovú zložku kapitálu firiem. Udáva príklad českých spoločností.

Sivák a kol. (2019) vo svojej najnovšej publikácii o kapitálovej štruktúre podnikateľských subjektov uvádzajú, že finančné rozhodnutia je potrebné zvažovať aj na základe skutočnosti, či sú potrebné zdroje na danom finančnom trhu k dispozícii. A práve právny a inštitucionálny rámec danej krajiny je jedným z faktorov ovplyvňujúcim ponuku.

Chen (2004) prostredníctvom svojej štúdie o čínskych firmách preukázal, že čínske firmy a firmy v rozvinutých krajinách sa líšia hlavne pokiaľ ide o výber krátkodobého a dlhodobého financovania. Ďalej demonštruje, že čínske firmy uprednostňujú krátkodobý dlh pred dlhodobým, a tak by mohla byť narušená argumentácia teórií kapitálovej štruktúry v Číne. Napriek veľkým rozdielom v inštitucionálnej štruktúre sa však zistilo, že niektoré faktory majú pri výbere kapitálovej štruktúry majú podobnú významnú „silu“ v Číne, ako je tomu v rozvinutých krajinách.

V zhrnutí vyššie uvedeného stručného výberu literatúry a prístupov možno konštatovať, že finančné rozhodovanie v spoločnostiach môže byť ovplyvňované už spomínanými, či mnohými ďalšími faktormi. Tieto nemusia byť zohľadnené ani v jednej z uvedených teórií. Maximalizácia trhovej hodnoty podniku taktiež nemusí byť jediným kritériom určujúcim cieľovú kapitálovú štruktúru.

2 Determinanty ovplyvňujúce rozhodovanie o kapitálovej štruktúre

Dlhý zoznam špecifických spoločností, či odvetvových a makroekonomických faktorov, ako je ziskovosť, veľkosť podniku, rast, odvetvie, história spoločnosti, finančné obmedzenia, daňový štít, trhové podmienky, inflácia, rizikovosť, agentské náklady, vlastnícka štruktúra, zameranie finančných trhov a i., predpokladá, že tieto formujú a ovplyvňujú kapitálovú štruktúru firiem.

Rovnako je dôležité, rozlišovať faktory, ktoré ovplyvňujú dopyt po finančných prostriedkoch a tie, ktoré súvisia s ponukou (Sivák a kol., 2019). Na dopyt môžu mať vplyv napríklad vlastníci resp. manažéri a ich snaha udržať si vplyv nad činnosťou spoločnosti, časovanie emisií, či schopnosť podniku flexibilne získať finančné prostriedky v prípade nepredvídateľných udalostí. Dispozície zdrojov na finančnom trhu zas môžu ovplyvniť napríklad finančný systém krajiny, jej makroekonomické podmienky, či preferencie potenciálnych investorov.

Existujúca literatúra nedokázala dosiahnuť konsenzus o hlavných determinantoch kapitálovej štruktúry z dôvodu vnútorných rozdielov medzi krajinami, priemyselnými odvetvami, či jednotlivými špecifikami samotných firiem.

Z väčšiny analýz však vyplýva, že najvýraznejší vplyv na mieru zadlženia má veľkosť podniku (tržby), výška hmotného majetku, dynamika rastu podniku a dosiahnutá rentabilita. Ďalšími, i keď menej významnými faktormi, boli označené dane a odvetvie, v ktorom podnik pôsobí.

Veľkosť: Zdá sa, že páka pozitívne súvisí s veľkosťou firmy. Táto skutočnosť sa javí byť v súlade s teoretickými predikciami, že veľké firmy sú diverzifikovanejšie, menej náchylné na bankroty, čelia menším problémom s asymetrickými informáciami, a teda ľahšie financujú dlh. Toto pozorovanie má väčší zmysel v ekonomikách orientovaných na bankový sektor, pretože banky považujú za ľahké a pohodlné požičiavať väčším firmám s podstatnou základňou aktív. Veľké a vyspelé firmy, ktoré sa tešia dobrej povesti na trhu a majú dobre diverzifikované portfólio s nízkym rizikom zlyhania, pravdepodobne budú čeliť nižším nákladom agentúr, a predpokladá sa, že budú využívať pákový efekt, ako to navrhuje teória kompromisu (Booth a kol., 2001).

Výška hmotného majetku: Teoretické predpoklady vychádzajú zo skutočnosti, že výška hmotného majetku súvisí s dostupnosťou kolaterálu, znižuje informačnú asymetriu, a preto majú firmy, ktoré majú hmotnejší majetok vyššiu páku. Zdá sa, že spoločnosti, ktoré majú vyšší hmotný majetok, majú vyššiu páku v súlade s predikciami teórie kompromisu a teórie hierarchického poriadku. Výsledky ďalej deklarujú, že banky spravidla požadujú hmotné zábezpeky pre pôžičky, a tak výška hmotného majetku zaujíma ústrednú úlohu vo finančnom správaní firiem, i keď viac na menej na rozvinutých kapitálových trhoch. Očakáva sa tiež, že spoločnosti s hmotnejším majetkom budú mať vyššiu likvidačnú hodnotu (Viviani, 2008); Okrem toho je možné hmotný majetok ľahko kolateralizovať jeho zaťažením (Myers, 1977).

Rozhodnutie veriteľa závisí na objeme hmotných aktív. Na základe predpokladu, že hmotné aktíva znižujú vnímanie rizika zo strany bánk, sa očakáva, že firmy, ktoré majú viac hmotných aktív, budú mať vyššiu páku.

Ziskovosť: Teoreticky sa vo všeobecnosti od najmenej ziskových spoločností očakáva, že budú mať sklon k finančnej núdzi, a preto úrokový a daňový štít týmto firmám pridáva hodnotu. Ďalej je možné očakávať, že potencionálne náklady na agentúry vytvoria tlak na finančnú disciplínu v prípade ziskových firiem, a tým im zvyšujú hodnotu, pretože tieto spoločnosti často čelia vážnym problémom s voľnými hotovostnými tokmi (Jensen, 1986).

Zdá sa však, že v situácii, keď neexistujú žiadne dane alebo sú dane veľmi nízke, finančné ťažkosti a daňový štít poskytujú menej stimulov na zvýšenie pákového efektu. (Santos, 2015). Firmy navyše z dôvodu absencie daní a existencie bohatých vlastníkov považujú za atraktívnejšie reinvestovať vytvorené zisky, a preto sa zisky považujú za dôležitý zdroj kapitálu. Výsledky naznačujú negatívny vzťah medzi ziskovosťou a pákovým efektom v súlade s teóriou hierarchického poradia. Štúdie preukázali negatívny vzťah medzi pákovým efektom a ziskovosťou (Booth a kol., 2001; Chen, 2004) a tento negatívny vzťah nie je možné správne vysvetliť transakčnými nákladmi, ani daňami (Chen a Zhao, 2005).

Príležitosti rastu: Teória kompromisu naznačuje, že firmy, ktoré rastú rýchlejšie, resp. majú vyššie príležitosti na rast, majú podľa teórie kompromisu tendenciu mať vo svojej kapitálovej štruktúre nižší dlh. Pákový efekt negatívne súvisí s rastovými príležitosťami pre firmy, ktoré nedokážu využiť svoje rastové príležitosti na kapitálových trhoch (Lang a kol., 1996).

Vek, fáza životného cyklu: Tento faktor úzko súvisí s preferenciami potenciálnych investorov. Vek a vyspelosť firmy posilňuje vzťah s dodávateľmi finančných prostriedkov, naopak menej atraktívnymi sa môžu javiť podniky v počiatočnej fáze životného cyklu, Informačné asymetrie zanikajú s dlhodobými vzťahmi a dlhou históriou, a tak sa znižujú náklady na externé financovanie. Staršie firmy sú spravidla dobre riadené, majú referencie, lepšiu reputáciu a čelia tak nižším agentským nákladom (Frank, Goyal, 2009). Firmám to napomáha pri zvyšovaní externého financovania, a tým zvýšiť aj pákový efekt (Petersen, Rajan, 1994). Podľa teórie kompromisu majú však staršie firmy tendenciu akumulovať nerozdelený zisk v priebehu času, zatiaľ čo spoločnosti s kratšou dobou existencie sú viac závislé od externého financovania, na základe uvedeného sa predpokladá, že vek a páka budú mať pozitívny vzťah (Peterson, Rajan, 1994; Viviani, 2008).

Finančné obmedzenie: Štúdie pracujú s tvrdením Myersa (2003), že teórie sú podmienené, nie všeobecné, a preto tvrdia, že pákový efekt veľmi závisí od finančných a kultúry firiem (Frank, Goyal, 2009). Lemmon, Zender (2010) sa zameriavajú na význam finančných obmedzení pre pákový efekt. Aktuálne štúdie definujú ako firmy s finančným obmedzením tie, ktoré nevyplácajú dividendy, zatiaľ čo firmy vyplácajúce dividendy sú klasifikované ako finančne neobmedzené. Tsyplakov (2008) tvrdí, že firmy majú tendenciu hromadiť svoje nerozdelené zisky pred rozvojom, resp. budovaním ďalších kapacít, a sú preto obmedzené. Očakáva sa preto, že firmy pôsobiace v rámci obmedzenia dividend sa budú riadiť teóriou hierarchického poriadku. S prihliadnutím na agentské náklady je naopak pravdepodobnejšie, že firmy, ktoré čelia finančným obmedzeniam, zvýšia svoj cieľový pákový pomer na potlačenie skresleného správania manažérov a presadzovanie väčšej disciplíny (Belkhir a kol., 2016).

Obchodné riziko: Obchodné riziko sa zvyčajne používa ako náhrada za možnosť finančnej tiesne a nákladov na bankrot. Firmy, ktoré vykazujú nízky negatívny vzťah medzi obchodným rizikom a pákovým efektom, majú tendenciu využívať vo svojej kapitálovej štruktúre nižší dlh (Booth a kol., 2001). Tieto zistenia možno vysvetliť skutočnosťou, že firmu vlastní bohatí a vplyvní investori, a majú preto tendenciu vyhýbať sa dlhu ako zdroju finančných prostriedkov (Sbeiti, 2010). Tieto zistenia naznačujú, že firmy majú tendenciu riadiť sa pri získavaní nových finančných prostriedkov teóriou hierarchického poriadku.

Likvidita: Zatiaľ čo teória kompromisu predpovedá pozitívny vzťah medzi likviditou a pákovým efektom, firmy naznačujú, že likvidita a pákový efekt súvisia negatívne. Tieto objavy sú v súlade s hierarchickou teóriou, vzťah je však slabý, a preto sa zdá, že likvidita má veľmi nízky, ale negatívny vplyv na pákový efekt. Možným vysvetlením tohto pozorovania je, že firmy s vyššou likviditou by pred samotným zadlžením použili svoje interné prostriedky. Na druhej strane De Jong a kol., (2008) dosiahli zmiešané výsledky týkajúce sa účinkov obchodného rizika; našli však slabý vzťah medzi likviditou a pákou.

Vlastnícka štruktúra: Je k dispozícii obrovské množstvo literatúry o dopadoch vlastníckej štruktúry na kapitálovú štruktúru. Tieto štúdie do značnej miery skúmali vlastnícku štruktúru z hľadiska „zníženia kontroly“ z hľadiska interného, zahraničného a inštitucionálneho vlastníctva (Chu, 2011). Len veľmi málo štúdií však skúmalo vplyv štátneho, či verejného vlastníctva na kapitálovú štruktúru (Zou, Xiao, 2006; Pöyry, Maury, 2010). Autori analýz tvrdia, že firmy s veľkým štátnym vlastníctvom majú tendenciu mať vo svojej kapitálovej štruktúre vyšší dlh predovšetkým preto, že štátne vlastníctvo predstavuje nižší predpoklad bankrotu, a majú tak lepší prístup k externému dlhu. Ďalej tvrdia, že vládne spoločnosti alebo spoločnosti s veľkým štátnym podielom sa bránia oslabeniu kontroly.

Odvetvové riziko: Z dostupných teoretických poznatkov, ako aj rozsiahlych štúdií vyplýva záver, že spoločnosti s vysokým odvetvovým rizikom by mali byť v rozhodnutiach o zadlžovaní opatrné. Podniky s vyšším podielom neobežného majetku potrebujú na jeho financovanie viac dlhodobého kapitálu, aby zachovali rovnováhu medzi štruktúrou aktív z hľadiska ich viazanosti a štruktúrou pasív s ohľadom na ich splatnosť (Sivák a kol., 2019)

ZÁVER

Súčasná štúdia a publikácie priniesli nové dôkazy teórie o cieľových kapitálových štruktúrach spoločností. Aktuálne sa zameriavajú na analyzovanie rozhodnutí o kapitálovej štruktúre najmä v zdaniteľnom prostredí. Výsledky ukazujú, že účinky charakteristík špecifických pre väčšinu firiem na samotnú kapitálovú štruktúru sú v súlade so zisteniami v existujúcej literatúre. Veľké daňové výhody, ako napríklad ochrana pred úrokmi, možno považovať za jeden z dôležitých motivačných faktorov pre pákový efekt. Veľkosť, rast a hmotnosť aktív majú na pákový efekt rovnako pozitívny vplyv. Naopak, čo sa týka ziskovosti, veku, štátneho vlastníctva,

či finančných obmedzení, je vplyv definovaný skôr ako negatívny. Zdôvodnenia vedú k nízkemu daňovému zaťaženiu, menej rozvinutým kapitálovým trhom, vlastníctvu v rukách vplyvných a bohatých investorov a ťažkostiam s prístupom k externému financovaniu.

Na základe uvedeného je možné v závere konštatovať, že stanovenie cieľovej kapitálovej štruktúry je dynamický proces, pri ktorom je potrebné posúdiť množstvo vnútorných a vonkajších faktorov a týmto je potrebné podriadiť krátkodobé finančné rozhodnutia.

Poznámka

Príspevok bol vypracovaný v rámci riešenia projektu VEGA č. 1/0688/20 „Finančné riziká a ich vplyv na úverový cyklus a finančnú stabilitu ekonomiky v SR“ a v rámci riešenia projektu VEGA V-21-186-00 „Finančná podpora podnikateľského prostredia najmä malých a stredných podnikov v kontexte riešenia dôsledkov koronakrízy“.

Bibliografia

Bastyr, S. 2020. Teoretické prístupy ku kapitálovej štruktúre podnikateľských subjektov. Finančné trhy 2/2020. ISSN 1336-5711.

Booth, L., a kol., 2001. Capital structures in developing countries. The journal of finance, 56(1), s. 87-130.

Belkhir, M., a kol., 2016. Institutions and corporate capital structure in the MENA region. Emerging Markets Review, 26, s. 99-129.

Chen, J. J. 2004. Determinants of capital structure of Chinese-listed companies. Journal of Business research, 57(12), s. 1341-1351.

Chen, L., Zhao, X. Sh. 2005. Profitability, Mean Reversion of Leverage Ratios, and Capital Structure Choices

Chu, W. 2011. Family ownership and firm performance: Influence of family management, family control, and firm size. In: Asia Pacific Journal of Management, 28(4), s. 833-851.

De Jong, A., a kol., 2008. Capital structure around the world: The roles of firm-and country-specific determinants. In: *Journal of Banking & Finance*, 32(9), s. 1954-1969.

Fama, E. F., French, K. R. 2002. Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt. In: *The review of financial studies*, 15(1), s. 1-33.

Frank, M. Z., Goyal, V. K. 2009. Capital structure decisions: which factors are reliably important? In: *Financial management*, 38(1), s. 1-37.

Harris, M., Raviv, A. 1991. The theory of capital structure. In: *The Journal of Finance*, 46(1), s. 297-355.

Jensen, M. C. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American economic review*, 76(2), s. 323-329.

Kayhan, A., Titman, S. 2007. Firms' histories and their capital structures. *Journal of financial Economics*, 83(1), s.1-32.

Khaki, A. R., Akin, A. 2020. Factors affecting the capital structure: New evidence from GCC countries. *Journal of International Studies*, 13(1), s. 9-27.

Lang, L., a kol., 1996. Leverage, investment, and firm growth. *Journal of financial Economics*, 40(1), s.3-29.

Lemmon, M. L., Zender, J. F. 2010. Debt capacity and tests of capital structure theories. In: *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(5), s. 1161-1187.

Long, M. S., Malitz, I. B. 1985. Investment patterns and financial leverage. In *Corporate capital structures in the United States*, s. 325-352.

Machek, O., Kubíček, A. 2018. The relationship between ownership concentration and performance in Czech Republic. *Journal of International Studies*, 11(1), s. 177-186.

Merlo, P., a kol., 2013. Probabilistic and statistical methods of risk analysis in the investments effectiveness evaluation and their application in business practice. *Actual problems of Economics*, (12), s. 437-446.

Myers, S. C. 1977. Determinants of corporate borrowing. *Journal of financial economics*, 5(2),s. 147-175.

Myers, S. C. 1984. The capital structure puzzle. *The journal of finance*, 39(3), s. 574-592.

Myers, S. C. 2003. Financing of corporations. *Handbook of the Economics of Finance*. Vol. 1, s. 215-253.

Myers, S. C., Majluf, N. S. 1984. Corporate Financing and Investment Decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of financial economics*, 13(2), s. 187-221.

Ozkan, A. 2001. Determinants of capital structure and adjustment to long run target: evidence from UK company panel data. *Journal of Business Finance & Accounting*, 28(1-2), s. 175-198.

Petersen, M. A., Rajan, R. G. 1994. The benefits of lending relationships: Evidence from small business data. *The journal of finance*, 49(1), s. 3-37.

Rajan, R. G., Zingales, L. 1995. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The journal of Finance*, 50(5), s. 1421-1460.

Ross, S. 1977. The Determination of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 8(1), s. 23-40.

Sbeiti, W. 2010. The determinants of Capital Structure: Evidence from the GCC Countries. In: *International Research Journal of Finance and Economics*, 47, s. 54-79.

Sivák, R. a kolektív, 2019. Kapitálová štruktúra podnikateľských subjektov, Bratislava, Sprint 2, s. 162 -170 , ISBN 978-80-89710-23-2

Sivák, R. – Mikóczyová, J., 2018. Teória a politika kapitálovej štruktúry podnikateľských subjektov, 2. rozšír., actual. a dopl. vydanie. Bratislava: Sprint 2, ISBN 978-80-89393-06-0

Strýčková, L. 2017. The practice of capital structure choice in the Czech Republic: A comparative study based on the global data. *Journal of International Studies*, 10(2), s.185-203.

Strýčková, L. 2019. Debt policy of companies in Czech Republic. *Journal of International Studies*, 12(3), s.183-197.

Shyam-Sunder, L., Myers, S. C. 1999. Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure. *Journal of financial economics*, 51(2), s. 219-244.

Skalická Dušátková, M., a kol., 2017. Institutional Determinants of Private Equity Market in Czech Republic. *Economics and Sociology*, 10(4), s. 83-98.

Tsyplakov, S. 2008. Investment frictions and leverage dynamics. *Journal of Financial Economics*, 89(3), s. 423-443.

Viviani, J. L. 2008. Capital structure determinants: an empirical study of French companies in the wine industry. *International Journal of Wine Business Research*, 20(2), s. 171-194.

Wald, J. K. 1999. How firm characteristics affect capital structure: an international comparison. *Journal of Financial research*, 22(2), s. 161-187.

Kontakné údaje

Ing. Silvia Bastyr
doktorandka v externej forme štúdia
Katedra financií
Národohospodárska fakulta
Ekonomická univerzita v Bratislave
Dolnozemska cesta 1, 852 35 Bratislava
Slovenská republika
e-mail: silvia.bastyr@euba.sk