

# INTERAKCIE ROZPOČTOVO-KAPITÁLOVÝCH A FINANČNÝCH ROZHODNUTÍ V DLHODOBOM FINANČNOM PLÁNE PODNIKU

Kráľovič Jozef

## ABSTRAKT

Východiskom tvorby dlhodobého finančného plánu je formulácia finančných cieľov podniku. Formulované finančné ciele musia byť konzistentné a to nielen v rámci jednotlivých častí finančného plánu, ale i vo vzťahu k ostatným čiastkovým plánom podniku. Mali by tiež zabezpečiť aj žiadúce vzájomné väzby rozpočtovo-kapitálových a finančných rozhodnutí. Toto sú všetko aktuálne otázky, s ktorými sú konfrontovaní finanční manažéri v našich podnikoch.

## ABSTRACT

The basis of creation of long-term financial plan is formulating finance aims of a company. Formulated financial plans have to be consistent and not only in a scope of individual parts of the financial plan, but also in relation to other partial plans of the company. They should also ensure desirable mutual relations between budget-capital and financial decisions. These all are actual issues with which the financial managers in our companies , stock companies are and will be confronted.

## Vymedzenie problému

Dlhodobé rozpočtovo-kapitálové a finančné rozhodnutia podniku sú obsahom dlhodobého finančného plánu. Sú to rozhodnutia o potrebe kapitálu (projekty rozvoja podniku a ich efektívnosť), spôsoboch financovania(vlastné a cudzie zdroje), rozhodnutia o štruktúre zdrojov krytia kapitálovej potreby (optimalizácia kapitálovej štruktúry) a rozhodnutia o dividendovej politike.

V teórii finančného manažmentu sú rozpracované mnohé teoretické prístupy(školy), metódy a modely umožňujúce nájsť efektívne riešenie, ale spravidla iba pre danú parciálnu oblasť dlhodobého finančného plánu. Ide najmä o nasledovné teoretické prístupy, metódy a modely:

- metódy hodnotenia projektov a vplyv finančných rozhodnutí na ich hodnotenia
- teoretické školy a modely dividendovej politiky
- teoretické školy a modely optimalizácie kapitálovej štruktúry
- metódy a modely tvorby finančného plánu....

Nie sú však riešené ich vzájomné väzby vrátane prístupu k formulácii cieľov. Pokúsim sa naznačiť možný prístup k riešeniu daného problému na príklade troch spoločností(a.s.) – A, B a C.

Skôr ako budem prezentovať návrh riešenia vzájomných väzieb dlhodobých investičných a finančných rozhodnutí uvediem stručnú charakteristiku uplatňovaných metód a modelov v spoločnosti A, B a C. (Podobná charakteristika je v publikácii:

Kráľovič, J., Vlachynský, K., : Finančný manažment , Bratislava, IURA EDITION, 2006 ).

### 1. Optimálny model anti-dividendovej školy

Podstatou optimálneho modelu anti-dividendovej školy je hľadanie rovnovážneho bodu medzi rentabilitou spoločnosti a rentabilitou akcionára z alternatívnej investície. Podľa modelu spoločnosť bude investovať do rôznych investičných aktivít až do bodu, keď výška rentability akcionára z alternatívnej investície dosiahne úroveň rentability spoločnosti. Ak nie sú v tomto bode vyčerpané všetky vlastné finančné zdroje, môžu sa použiť na výplatu dividend. Ak sa krivka rentability spoločnosti s krivkou nákladov obetovanej príležitosti akcionárov nikde nepretne, dividendy by sa nemali vyplácať.

### 2. Signálny model

Podstatu modelu môžeme stručne charakterizovať takto: Aj slabé spoločnosti s projektmi s nízkou čistou súčasnou hodnotou môžu ohlásiť vyplatenie vysokých dividend a napodobiť tak veľmi úspešné spoločnosti. Investori však potom nebudú veriť žiadnym verejným vyhláseniam a všetky spoločnosti budú potom v očiach investorov zaradené do jednej spoločnej priemernej kvalitatívnej triedy.

Silné spoločnosti, aby prekonalí takéto pre nich nepriaznivé hodnotenie, sú motivované k tomu aby použili nejaký signál (k tomu slúžia práve dividendy), ktorý síce môže byť pre nich nákladný ale nie natoľko, že by si ho nemohli dovoliť, ale hlavne aby bol natoľko nákladný, aby si ho nemohli dovoliť slabšie spoločnosti.

Použitie tohto signálu sa môže zdať plytvaním hotovosti (je to veľmi nákladné), ale spoločnosti s dobrými finančnými vyhliadkami očakávajú, že v budúcnosti sa im podarí tieto náklady nahradiť (prostredníctvom emisie akcií za vyššie ceny), zatiaľ čo slabšie spoločnosti to očakávať nemôžu.

### 3. Kompromisná teória

Brealey, R.A. a Myers, S.C. pre rozhodovanie o optimálnej kapitálovej štruktúre vytvorili tzv. kompromisnú teóriu, t.j. zobrazili voľbu kapitálovej štruktúry ako kompromis medzi výhodami úrokového daňového štítu a nákladmi finančných ťažkostí.

Hodnotu podniku s dlhom vyjadrujú takto:

$$VZ = VN + SH \text{ ÚDŠ} - SH \text{ NFT}$$

Kde	VZ	hodnota podniku s dlhom
	VN	hodnota podniku financovaného len vlastným kapitálom
	SH ÚDŠ	súčasná hodnota daňového štítu
	SH NFT	súčasná hodnota nákladov finančných ťažkostí

Optimálnu kapitálovú štruktúru určuje vzájomný vzťah medzi daňovými výhodami a nákladmi finančných ťažkostí. S rastúcim dlhom rastie súčasná hodnota úrokového daňového štítu. Pri miernej zadlženosti je pravdepodobnosť finančných ťažkostí zanedbateľná a výhody úrokového daňového štítu prevládajú. V určitom bode zadlženia však pravdepodobnosť finančných ťažkostí rýchlo rastie a náklady finančných ťažkostí začínajú znižovať podstatnú časť z hodnoty podniku. Teoretické

optimum podnik dosiahne v okamžiku, keď je súčasná hodnota daňových úspor z ďalšieho dlhu kompenzovaná zvýšením súčasnej hodnoty nákladov finančných ťažkostí.

#### 4. Návrh a riešenie problému

Zabezpečenie žiadúcich vzájomných väzieb rozpočtovo-kapitálových a finančných rozhodnutí v dlhodobom finančnom pláne možno uskutočniť nasledovne:

##### Spoločnosť A

Spoločnosť A sa nachádza na rozhraní fázy rozvoja a rastu, vytvorené zdroje prednostne investuje do rozvoja spoločnosti, projekty financuje z vlastných i cudzích zdrojov. Pri rozhodovaní o dividendách uplatňuje optimálny model anti-dividendovej školy a pri rozhodovaní o budúcej kapitálovej štruktúre uplatňuje kompromisný model.

Pri aplikácii charakterizovaného modelu anti-dividendovej školy primárnym rozhodnutím je rozhodnutie o projektoch rozvoja a kapitálovej štruktúre podniku. Rozhodnutie o dividendovej politike je reziduum.

a) Stanovenie cieľov pre tvorbu dlhodobého finančného plánu.

Projekty rozvoja podniku: minimálna výnosnosť - ROCE (Return on capital employed) – predpokladá sa kladná hodnota.

Kapitálna štruktúra : cieľový dlhový pomer (stanovený využitím kompromisnej, resp. modernej kompromisnej teórie)

Dividendy: dividendy spoločnosť nevypláca, resp. stanovenie minimálnej výšky dividendy na akciu.

Limit kapitálových výdavkov: Stanovený na základe cieľového dlhového pomeru a rozhodnutia o dividendách.

b) Korekcia modelu - úsečka B-C – výnosnosť ROCE,  
- objem vloženého kapitálu (os“x“) vrátane cudzích zdrojov

c) Odporúčaná aplikácia metód tvorby dlhodobého finančného plánu: model tvorby dlhodobého finančného plánu, resp. simulačný model.

d) Hodnotenie ekonomickej efektívnosti projektov:

- Výpočet upravenej čistej súčasnej hodnoty, alternatívny náklad kapitálu – WACC (vážený priemer nákladov kapitálu) resp.
- Výpočet čistej súčasnej hodnoty, upravený alternatívny náklad kapitálu vypočítaný z WACC

##### Spoločnosť B

Spoločnosť B sa nachádza vo fáze zrelosti, vytvára dostatok hotovosti na výplatu vysokých dividend, dochádza k redukcii investičných príležitostí. Uplatňuje signálny model dividendovej politiky a rozhodnutia o budúcej kapitálovej štruktúre uskutočňuje pomocou kompromisného modelu. Projekty financuje z vlastných i cudzích zdrojov.

Pri aplikácii signálneho modelu dividendovej politiky primárnym rozhodnutím je rozhodnutie o dividendách a kapitálovej štruktúre podniku. Rozhodnutia o projektoch je rezíduum.

a) Stanovenie cieľov pre tvorbu dlhodobého finančného plánu.

Dividendy: stanovenie výšky dividendy na 1 akciu a jej rast aplikáciou signálneho modelu dividendovej politiky.

Kapitálová štruktúra: cieľový dlhový pomer (stanovený využitím kompromisnej teórie).

Projekty rozvoja podniku: minimálna výnosnosť – ROCE.

Limit kapitálových výdavkov: stanovený na základe cieľového dlhového pomeru.

b) Odporúčaná aplikácia metód tvorby dlhodobého finančného plánu: simulačný model, metóda % podielu na tržbách...

c) Hodnotenie ekonomickej efektívnosti projektu: rovnaký prístup ako u spoločnosti A.

### Spoločnosť C

Spoločnosť C sa nachádza na rozhraní fázy rozvoja a rastu, vytvorené zdroje prednostne investuje do rozvoja spoločnosti, projekty financuje iba z vlastných zdrojov. Pri rozhodovaní o dividendách uplatňuje optimálny model anti-dividendovej školy a pri rozhodovaní o budúcej kapitálovej štruktúre uplatňuje kompromisný model. (Cieľový dlhový pomer sa predpokladá nižší ako východiskový).

a) Stanovenie cieľov pre tvorbu dlhodobého finančného plánu

Projekty rozvoja podniku: minimálna výnosnosť- ROE (Return on common equity)

Kapitálová štruktúra: cieľový dlhový pomer (stanovený využitím kompromisnej teórie)

Dividendy: dividendy spoločnosť nevypláca, resp. stanovenie minimálnej výšky dividendy na akciu

Limit kapitálových výdavkov: stanovený na základe optimálneho modelu anti-dividendovej školy.

b) Korekcia modelu: úsečka B-C – výnosnosť ROE

c) Odporúčaná aplikácia metód tvorby dlhodobého finančného plánu: model tvorby dlhodobého finančného plánu, resp. simulačný model.

d) Hodnotenie ekonomickej efektívnosti projektov:

Výpočet čistej súčasnej hodnoty, alternatívny náklad kapitálu – WACC.

## **5. Záver**

Aplikácia uvedeného návrhu umožňuje formulovať ciele pre tvorbu dlhodobého finančného plánu tak, aby boli zabezpečené žiaduce väzby rozpočtovo-kapitálových a finančných rozhodnutí. Návrh zohľadňuje aj špecifické podmienky, v ktorých pôsobia slovenské podniky a najnovšie poznatky z teórie finančného manažmentu.

## **LITERATÚRA**

1. Brealey, R.A. – Myers, S.C.: Teórie a praxe firemných financií. Computer press, Praha
2. Kráľovič, J.–Vlachynský, K.: Finančný manažment. IURA EDITION, Bratislava
3. Megginson, W.L.: Corporate Finance Theory. Addison-Wesley, Longman, Readings 1997

## **KONTAKT**

**Prof. Ing. Jozef KRÁĽOVIČ, CSc.**  
**Ekonomická univerzita Bratislava**  
**Dolnozemska cesta 1/b**  
**852 35 Bratislava,**  
**Tel. 02/67295669**  
**e-mail: kralovic@dec.euba.sk**