

Rating ako determinant kapitálovej štruktúry a hodnoty podniku

Anna Polednáková¹

Abstrakt

Rozhodovanie o kapitálovej štruktúre patrí k základným otázkam rozhodovania manažérov podniku. Je preukázané, že pomer vlastného a cudzieho kapitálu hrá kľúčovú úlohu pri vytváraní hodnoty podniku. V poslednom období sa stretávame s novými dlhovými nástrojmi, na rozdiel od vlastného kapitálu, ktorý je tradične predstavovaný kmeňovými a prioritnými akciami. Jedným z dôležitých faktorov, ktorý ovplyvňuje kapitálovú štruktúru podniku, a teda i trhovú hodnotu, je rating. Jeho úloha vzrástla najmä z dôvodu, že rating, je jedna z príčin vzniku finančnej krízy vo svete. Dôležitosť úverového ratingu vyplýva z toho, že je indikátorom zdravia podniku, prístupu na úverový trh ako aj komunikačným nástrojom smerom k akcionárom.

Kľúčové slova:

kapitálová štruktúra, rating, štruktúrované dlhové cenné papiere, úrokové krytie, hospodárska kríza, zadlženosť, úverový rating a úverový spread.

1 Úvod

Veľa podnikov čelí v poslednom období problémom finančných ťažkostí. Z tohto dôvodu stoja manažéri pred problémom ako správne rozhodnúť o kapitálovej štruktúre podniku. Je dôležité aby zvážili všetky rozhodujúce faktory. To, že rozhodovanie o kapitálovej štruktúre patrí medzi najzložitejšie, svedčí i skutočnosť, že manažéri môžu pri rozhodovaní o kapitálovej štruktúre viac stratiť ako získať z pohľadu hodnoty. V poslednom období vznikajú rozličné nástroje, hlavne na čo sa týka cudzích zdrojov. Sú to hlavne rôzne druhy dlhov, obligácií a iných štruktúrovaných dlhových nástrojov. Naopak vlastný kapitál si zachováva tradičnú štruktúru – a to kmeňové a prioritné akcie.

1.1 Kapitálová štruktúra podniku

Kapitálová štruktúra je determinovaná mnohými faktormi. Jedným z faktorov, ktorý ovplyvňuje pomer medzi cudzím a vlastným kapitálom, a teda i hodnotu podniku, je rating. Význam ratingu ako faktora dereminujúceho kapitálovú štruktúru naberá na význame, z toho dôvodu, že viacerí ekonómovia považujú rating, hodnotenie cenných papierov ratingovými agentúrami za jednu z príčin vzniku finančnej krízy.

Manažéri podnikov uskutočňujú rozhodovanie o kapitálovej štruktúre na dvoch úrovniach. Prvá úroveň je strategické rozhodovanie o dlhodobých zdrojoch na dosiahnutie cieľovej úrovne kapitálovej štruktúry. Toto rozhodovanie zahŕňa vhodnú úroveň dlhu a dividendový pomer. Druhá úroveň je viac taktická a koncentruje sa na najlepšie krátkodobé kroky k udržaniu odchýlok od týchto dlhodobých cieľov.

¹ doc. Dr. Ing. Anna Polednáková, Katedra podnikových financií, FPM, Ekonomická univerzita Bratislava. Článok je výsledkom riešenia úlohy VEGA 1/4585/07 Globalizácia finančných trhov a ich dopad na medzinárodný finančný manažment.

K faktorom ktoré ovplyvňujú rozhodovanie o kapitálovej štruktúre na strategickej úrovni patrí tiež odhad úverového ratingu podniku. Odhad úverového ratingu je dôležitý z týchto dôvodov:

- Rating je využívaný ako sumárny indikátor zdravej kapitálovej štruktúry, nízky rating odráža vysokú pravdepodobnosť finančných problémov, napríklad kapitálová štruktúra ohodnotená ratingovými agentúrami B a nižšie predpokladá, že podnik bude mať vysokú pravdepodobnosť finančných problémov,
- Rating veľmi silne determinuje schopnosť prístupu spoločností na kapitálový trh, trh s dlhovými nástrojmi. Úverový rating nižší ako B znamená, že investori považujú investovanie do takého to podniku za rizikové,
- Rating je v súčasnosti významným elementom v komunikácii smerom k akcionárom, je indikátorom podnikového zdravia vlastného kapitálu podniku.

Z analýzy empirických údajov bolo dokázané, že úverový rating je primárne spojený s dvoma finančnými indikátormi a to

- Trhovou kapitalizáciou,
- Úrokovým krytím

Trová kapitalizácia je relevantná hlavne v jej extrémoch. Je dokázané, že spoločnosti, ktoré majú rating AAA sú spoločnosti s trhovou kapitalizáciou väčšou ako 50 mld. USD. Jedno vysvetlenie úlohy veľkosti kapitalizácie spočíva v tom, že tieto spoločnosti viac diverzifikujú riziko. Vzťah medzi kapitalizáciou a úverovým ratingom však nemá vplyv na politiku kapitálovej štruktúry. Je to z dôvodu, že veľkosť podniku a jej kapitalizácie nie je kontrolovaná manažmentom.

Úrokové krytie je podstatne dôležitejšie z tohto pohľadu. Vysvetliť úlohu úrokového krytia vo vzťahu ku kapitálovej štruktúre znamená vysvetliť indikátory finančného zdravia podniku a to zadlženosť a solventnosť.

1.2 Zadlženosť

Zadlženosť tradične znamená pomer trhovej hodnoty dlhu k trhovej hodnote dlhu a vlastného kapitálu. Slúži na monitorovanie štruktúry finančných zdrojov a je dôležitá pre odhad výhod plynúcich z daňového štítu v prípade dlhového financovania. Je tiež dôležitým vstupným parametrom pri výpočte priemerných nákladov kapitálu. Úrokové krytie a zadlženosť ako ukazovatele sú významné a sú komplementárne. Ak je napríklad zadlženosť vysoká a spojená v kombinácii s úrokovým krytím, môže to indikovať možnosť budúcich problémov s bežnou úrovňou dlhu. Napriek tomu, veľmi vysoké úrokové krytie nemusí znamenať dosiahnutie vysokého ratingu a môže limitovať dlhovú kapacitu.

1.3 Platobná schopnosť

Platobná schopnosť znamená schopnosť hradiť svoje záväzky. Tento ukazovateľ je významný najmä v čase finančných problémov, keď veritelia spoločností využívajú tú skutočnosť ako mieru dostupnosti kolaterálu. Vysoká úroveň platobnej schopnosti obyčajne indikuje, že dlžníci majú lepšiu šancu získať ich istinu a úrok. Pre rozhodovanie o kapitálovej štruktúre, solventnosť je menej relevantná ako ukazovateľ úrokové krytie a miera zadlženosti.

1.4 Úrokové krytie

Úrokové krytie ako kľúčový faktor úverového ratingu. Veľa modelov sa pokúša vysvetliť úverový rating alebo pravdepodobnosť defaultu spoločností pomocou finančných a obchodných faktorov. Práve úrokové krytie lepšie vysvetlilo rating podstatne lepšie ako iné indikátory. Analýzy ukázali, že k najviac významným indikátorom úverového ratingu je

práve úrokové krytie. Známa ratingová spoločnosť Standard and Poor's spoločnosť robila rating amerických a európskych firiem, z ktorého vyplynula skutočnosť, že práve úrokové krytie vysvetľuje variabilitu úrokového ratingu. Viac ako 45 % rozdielov v ratingu, je vysvetlené rôznou úrovňou úrokového krytia.

Práve úrokové krytie je kľúčom vysvetľujúcim variabilitu úverového ratingu. Čím vyššie úrokové krytie, tým vyšší je úverový rating. Analýzy ďalej ukázali, že úverový rating je rozdielny pre rôzne obory podnikania. Napríklad telekomunikačné firmy majú lepší rating ako napríklad oceľiarsky priemysel pri rovnakom úrokom krytí. Dôvodom tejto skutočnosti je predovšetkým volatilita. Ako sme spomenuli, najnižšiu volatilitou majú telekomunikačné spoločnosti, chemické spoločnosti, podstatne vyššiu majú počítačové spoločnosti a oceľiarske spoločnosti. Spoločnosti s vysokou volatilitou EBIDTA majú vysoké požiadavky na úrokové krytie a aj vysoký úverový rating. Vysoká volatilita však implikuje vysokú pravdepodobnosť že spoločnosť nebude mať nedostatok cash flow na splácanie úrokových záväzkov. To môže mať za následok zníženie úverového ratingu.

1.5 Úverový rating a úverový spread.

Rozdiel medzi výnosom z podnikovej obligácie a bezrizikovej obligácie – úverový spread rastie so znižovaním úverového rating z dôvodu rastu pravdepodobnosti defaultu. Na základe analýzy medzi pravdepodobnosťou defaultu a úverovým spreadom bolo dokázané, že úverový rating nie je lineárne závislý od pravdepodobnosti defaultu. Rozdiel pravdepodobnosti defaultu medzi úverovým ratingom AAA a BBB je podstatne menší ako rozdiel medzi úverovým ratingom BBB a B. Úverový spread odráža rastúcu pravdepodobnosť defaultu vždy proporcionálne. Po úverovom ratingu BBB spread rastie viac agresívnejšie. Je to z dôvodu, že inštitucionálni investori nie sú ochotní investovať do cenných papierov s úverovým ratingom nižším ako BBB-.

2 Záver

Rozhodovanie o kapitálovej štruktúre patrí medzi najzložitejšie, ktoré manažment musí uskutočňovať, nakoľko má významný vplyv na trhovú hodnotu podniku. Medzi významný faktor, ktorý ovplyvňuje kapitálovú štruktúru podniku patrí úverový rating. Je dôležitý z toho dôvodu, že indikuje finančné zdravie podniku, prístup podniku na kapitálový trh, ako aj v komunikácii s akcionármi. Prostredníctvom úverového ratingu je možné ovplyvňovať kapitálovú štruktúru a teda i ovplyvňovať hodnotu pre akcionárov. Jeho význam stúpa so skutočnosťou, že mnohí ekonómovia považujú rating za významný faktor súčasnej hospodárskej krízy.

Literatúra

- [1] HRVOLOVA, B.: *Ceny a hodnoty akcií*. Vydavateľstvo Ekonóm, Bratislava, 2009.
- [2] REŽŇÁKOVÁ, M. - NÝVLTOVA, R.: *Medzinárodné kapitálové trhy- zdroj financovania*. Grada Publishing. Praha, 2007.
- [3] BUCLKEY, A.: *Multinacinal Finance*. Prentice Hall, 2000.

Summary

Decision making about capital structure is joist between debt and equity. The ratio between equity and debt play important role in creation of market value of company. One of the important factors, who influence capital structure of company and market value of company, is credit rating. Important of credit rating that je indicator of capital structure health, deterring

the company access to the debt markets and is important elements in their communication to shareholders.