

kapitola 4

Optimalizácia kapitálovej štruktúry

Zdroje financovania podniku vplývajú na štruktúru súvahy podniku. Súvaha na svojej ľavej strane zobrazuje štruktúru a stav vlastných zdrojov a záväzkov. Koľko zdrojov by si mal podnik požičať a koľko zdrojov by do podnikania mali investovať vlastníci, riešia teórie optimálnej kapitálovej štruktúry. Nasledujúca kapitola charakterizuje princípy, determinanty a predpoklady optimálneho financovania podniku. Samostatne sa venuje jednotlivým teóriám optimálnej kapitálovej štruktúry. Problematika kapitálovej štruktúry je pre podnik dôležitá, lebo priamo ovplyvňuje výšku trhovej hodnoty podniku.

Optimálna finančná (kapitálová¹) štruktúra podniku znamená snahu nájsť optimálny pomer medzi vlastným a cudzím kapitálom, alebo medzi jednotlivými zdrojmi financovania podniku a taktiež súlad tejto finančnej (kapitálovej) štruktúry so štruktúrou majetkovou.

Základným pozitívom zavedenia dlhov do štruktúry podnikového kapitálu je využitie lacnejšieho druhu podnikového kapitálu, pretože úroky za požičaný kapitál sú daňovo uznateľné a dlh je menej rizikový ako vlastný kapitál, a preto je lacnejší. Každý kapitál má svoju cenu, ktorú musí podnik za jeho využívanie zaplatiť, či je to úroková miera z plateného dlhu, alebo vyplatené dividendy, či požadovaná výnosnosť majiteľov. Úroky sa platia ešte zo zisku pred zdanením a v prípade zániku podniku na základe konkurzu, sú veritelia uspokojovaní skôr ako majitelia. Tieto skutočnosti sa potom prejavujú v nižšom riziku cudzieho kapitálu, a preto i v nižšej požadovanej výnosnosti.

Naopak, negatívom zavedenia dlhov do štruktúry podnikového kapitálu je skutočnosť, že od určitej výšky zadlženia dochádza k zvýšenému riziku a následne k finančnej tiesni, ktorá môže vyvrcholiť až bankrotom podniku (Hrdý a Krechovská, 2013).

Kritériom optimalizácie kapitálovej štruktúry podniku je minimalizácia nákladov kapitálu podniku, čiže priemerných nákladov, ktoré predstavujú vážený aritmetický priemer nákladov jednotlivých druhov podnikového kapitálu.²

Zvyšovanie podielu cudzieho kapitálu na celkovom kapitáli podniku – tzv. Financial Leverage alebo použitie „**finančnej páky**“ – na jednej strane vyvoláva tendenciu k znižovaniu priemerných nákladov podniku na získavanie a viazanie kapitálu. Na druhej strane sa zvyšuje riziko platobnej neschopnosti

- ¹ **finančnou štruktúrou** podniku rozumieme podiel jednotlivých zložiek vlastného a cudzieho kapitálu na celkovom kapitále, ktorý finančne kryje majetok podniku. Pojem **kapitálová štruktúra** predstavuje dlhodobý kapitál podniku. Kapitálová štruktúra je teda časťou finančnej štruktúry
- ² popri požadovanej výnosnosti majiteľov akciového kapitálu či vkladov vlastníkov a úrokovej miery z platených dlhov, má svoj náklad aj nerozdelený zisk, pretože predstavuje tú časť vytvoreného zisku podniku, ktorého sa majitelia vzdali v prospech ďalšieho rozvoja podniku. Preto pri tomto zdroji financovania požadujú minimálne takú výnosnosť, ako pri kapitále vloženom do podnikania

podniku a ďalších finančných problémov, ktoré môžu vyústiť až do likvidácie – tzv. „Leverage Risk alebo riziko zadlženia“.

Vertikálne pravidlá financovania³ – pri rozhodovaní o optimalizácii kapitálovej štruktúry sa za základ považuje pravidlo 1 : 1. Cudzí kapitál by nemal byť vyšší ako vlastný kapitál.

Náklady na kapitál delíme na:

- špecifické náklady na jednotlivé zložky kapitálu (náklady na dlh, náklady na prioritné akcie, náklady na kmeňové akcie a pod.):
 - > úrok z úveru alebo obligácie, ktorý musí podnik zaplatiť svojim veriteľom. Pri vyčíslení nákladov na dlh treba zohľadniť skutočnosť, že úroky znižujú základ dane z príjmov,
 - > náklady na prioritné akcie sú obvyčajne vyššie ako náklady na dlh, pretože dividendy sú vyplácané zo zdaneného zisku a v prípade likvidácie podniku majú veritelia prednosť pred akcionármi pri uspokojovaní svojej pohľadávky,
 - > súčasťou nákladov na vlastné imanie sú aj náklady na nerozdelený zisk,
- priemerné náklady na celkový podnikový kapitál (vážený priemer nákladov kapitálu – WACC, kde váhou je podiel príslušného kapitálu na celkovom podnikovom kapitáli). WACC stanovíme pomocou vzorca:

$$WACC = N_{vk} \frac{VK}{VK + CK} + N_{ek} (1 - D) \frac{CK}{VK + CK}$$

kde:

WACC	– celkové priemerné náklady na kapitál (vo WACC sú obsiahnuté aj pomerové ukazovatele z finančnej analýzy <i>ex post</i> (pozri kapitolu 6.2.1))
VK	– vlastný kapitál
N_{vk}	– Ø náklady vlastného kapitálu
CK	– cudzí kapitál
N_{ek}	– Ø náklady cudzieho kapitálu
D	– daňová sadzba
$VK/(VK + CK)$	– stupeň samofinancovania
$CK/(VK + CK)$	– stupeň zadlženosti
(1-D)	– daňový štít ⁴

3 uvedené pravidlá nezohľadňujú bohatosť faktorov pôsobiacich na finančnú štruktúru podnikov

4 daňový štít sa vypočíta tak, že od čísla jedna odpočítame sadzu dane (1–sadzba dane). Súvisí to s tým, že nákladové úroky sa započítavajú do nákladov, a tým znižujú samotný daňový základ podniku. Ak by boli nákladové úroky napr. 100 EUR a sadzba dane 21 %, potom skutočné nákladové úroky, ktoré sú len 79 EUR, výpočet je $100 \times (1 - 0,21) = 79$ EUR

4.1 Klasická teória a teória „U“ krivky pre optimalizáciu kapitálovej štruktúry

Klasická teória

Podľa tejto teórie sa zmena kapitálovej štruktúry prejavuje v trhovej hodnote podniku. Vychádza z toho, že rast zadlženosti (pôsobením finančnej páky) znižuje priemerné náklady na podnikový kapitál (WACC), a tým zvyšuje trhovú hodnotu podniku. Predpokladá nasledujúce zjednodušenia⁵:

- neberie do úvahy zdaňovanie zisku,
- neráta s transakčnými nákladmi emisie akcií,
- celý zisk sa rozdeľuje na dividendy,
- zisk pred úrokmi a zdanením sa v jednotlivých obdobiach nemení a nemení sa ani so zmenou kapitálovej štruktúry,
- rozdelenie pravdepodobností očakávaných výnosov je pre všetkých investorov rovnaké,
- akcionári požadujú konštantné percento výnosu zo svojho kapitálu, ako aj veritelia požadujú rovnakú úrokovú mieru bez ohľadu na kapitálovú štruktúru podniku.

Klasickú teóriu si môžeme vysvetliť na modelovom príklade. Predpokladajme, že cena vlastného kapitálu je 5 %, cena cudzieho kapitálu sú 4 %. Sadzba dane z príjmov je 21 %. Ak nám rastie zadlženosť podniku (zároveň klesá stupeň samofinancovania), postupne nám klesá samotné WACC. Teda pri zadlženosti 0 % je WACC na úrovni 5 %, čo zodpovedá iba cene vlastného kapitálu, keďže cudzí kapitál v danom variante nemáme. Naopak pri zadlženosti 100 % je WACC na úrovni 3,16 %, čo zodpovedá skutočnej cene cudzieho kapitálu (cena cudzieho kapitálu znížená o daňový štít). Všetky varianty závislé od stupňa zadlženosti uvádzame v tabuľke 4.1, kde nám zadlženosť rastie vždy o 10 %.

Tabuľka 4.1: Modelový príklad klasickej teórie optimalizácie kapitálovej štruktúry

Celková zadlženosť	Stupeň samofinancovania	Cena vlastného kapitálu	Cena cudzieho kapitálu	Sadzba dane	Skutočná cena cudzieho kapitálu	WACC
0 %	100 %	5,00 %	4,00 %	21,00 %	3,16 %	5,00 %
10 %	90 %	5,00 %	4,00 %	21,00 %	3,16 %	4,82 %
20 %	80 %	5,00 %	4,00 %	21,00 %	3,16 %	4,63 %
30 %	70 %	5,00 %	4,00 %	21,00 %	3,16 %	4,45 %
40 %	60 %	5,00 %	4,00 %	21,00 %	3,16 %	4,26 %
50 %	50 %	5,00 %	4,00 %	21,00 %	3,16 %	4,08 %
60 %	40 %	5,00 %	4,00 %	21,00 %	3,16 %	3,90 %

⁵ v dôsledku uvedených zjednodušení klasickej prístupu neumožňuje identifikovať optimálnu kapitálovú štruktúru

pokračovanie tabuľky 4.1

Celková zadlženosť	Stupeň samofinčovania	Cena vlastného kapitálu	Cena cudzieho kapitálu	Sadzba dane	Skutočná cena cudzieho kapitálu	WACC
70 %	30 %	5,00 %	4,00 %	21,00 %	3,16 %	3,71 %
80 %	20 %	5,00 %	4,00 %	21,00 %	3,16 %	3,53 %
90 %	10 %	5,00 %	4,00 %	21,00 %	3,16 %	3,34 %
100 %	0 %	5,00 %	4,00 %	21,00 %	3,16 %	3,16 %

Zdroj: Vlastné spracovanie

Ak modelový príklad preniesieme do grafu, a to tak, že na os „X“ dáme stupeň zadlženosti a os „Y“ hodnoty WACC (graf 4.1), môžeme pozorovať, že rastom stupňa zadlženosti nám klesá priemerný náklad na kapitál (WACC). Teda bod optima by bol pri zadlženosti na úrovni 100 %, keďže tu je hodnota WACC najnižšia. Z praktického hľadiska je to nereálny stav, keďže žiadny podnik si nemôže dovoliť zadlženosť na úrovni 100 %. Napriek tomu je potrebné poznať túto teóriu, keďže na ňu nadväzuje ďalšia, a to teória „U“ krivky.



Graf 4.1: Optimalizácia pomocou klasickej teórie (zdroj: tabuľka 4.1, vlastné spracovanie)

Teória „U“ krivky priemerných nákladov kapitálu (tradičný prístup)

Teória na rozdiel od klasického prístupu pripúšťa, že rast zadlženosti podniku zvyšuje riziko veriteľov, ktorí ho kompenzujú zvýšením úrokovej miery. Rast rizika si aj akcionári kompenzujú požiadavkami na vyšší výnos zo svojho kapitálu.

Podľa teórie si môže podnik požíčať za bežnú úrokovú mieru až do okamihu, keď začnú veritelia považovať mieru zadlženosti za takú, ktorá zvyšuje ich riziko. Následne začnú rásť priemerné náklady na kapitál, pretože ďalšie úvery veritelia poskytnú len pri vyššej úrokovej miere a taktiež akcionári začnú požadovať vyšší výnos zo svojho kapitálu v dôsledku rastu rizika zo zadlženosti.

Z toho vyplýva, že do určitého podielu cudzieho kapitálu priemerné náklady na kapitál klesajú, a potom začínajú rásť. Optimálna kapitálová štruktúra je v bode, kde priemerné náklady na kapitál sú minimálne. V tomto bode sa dosahuje aj optimálna (najvyššia) tržová hodnota podniku.

Ak túto teóriu „U“ krivky preniesieme do nášho modelového príkladu, kde vychádza cena vlastného kapitálu je 5 %, cena cudzieho kapitálu sú 4 %. Sadzba dane z príjmov je 21 %. Ďalej predpokladáme, že ak zadlženosť presiahne 50 % (v praxi to môže byť iné percento), tak pri každom zvýšení zadlženosti podniku o 10 %, budú rásť požiadavky veriteľov, ale aj akcionárov na cenu kapitálu, tiež napr. o 10 %. Teda veritelia budú pri zadlženosti 60 % požadovať úrokovú sadzbu 4,4 %, pri zadlženosti 70% už 4,84 % atď. Všetky varianty závislé od stupňa zadlženosti uvádzame v tabuľke 4.2.

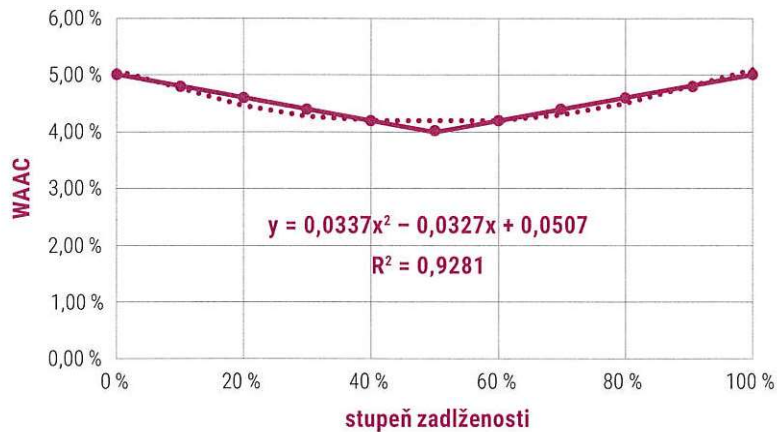
Tabuľka 4.2: Modelový príklad teórie „U“ krivky pre optimalizáciu kapitálovej štruktúry

Celková zadlženosť	Stupeň samofinancovania	Cena vlastného kapitálu	Cena cudzieho kapitálu	Sadzba dane	Skutočná cena cudzieho kapitálu	WACC
0 %	100 %	5,00 %	4,00 %	21,00 %	3,16 %	5,00 %
10 %	90 %	5,00 %	4,00 %	21,00 %	3,16 %	4,82 %
20 %	80 %	5,00 %	4,00 %	21,00 %	3,16 %	4,63 %
30 %	70 %	5,00 %	4,00 %	21,00 %	3,16 %	4,45 %
40 %	60 %	5,00 %	4,00 %	21,00 %	3,16 %	4,26 %
50 %	50 %	5,00 %	4,00 %	21,00 %	3,16 %	4,08 %
60 %	40 %	5,50 %	4,40 %	21,00 %	3,48 %	4,29 %
70 %	30 %	6,05 %	4,84 %	21,00 %	3,82 %	4,49 %
80 %	20 %	6,66 %	5,32 %	21,00 %	4,21 %	4,70 %
90 %	10 %	7,32 %	5,86 %	21,00 %	4,63 %	4,90 %
100 %	0 %	8,05 %	6,44 %	21,00 %	5,09 %	5,09 %

Zdroj: vlastné spracovanie

Z tabuľky 4.2 môžeme pozorovať, že rastom stupňa zadlženosti nám WACC postupne klesá, ale od určitého bodu nám začne WACC opätovne rásť. Uvedené ešte lepšie zobrazuje graf 4.2. Ak do grafu pridáme polynomickú trendovú spojnicu druhého stupňa, zobrazí sa nám konvexná kvadratická rovnica. V našom prípade je to $y=0,0337x^2 - 0,0327x + 0,0507$, s koeficientom determinácie R^2 na úrovni 0,9281. Po odmocnení koeficientu determinácie, dostávame index korelácie⁶ na úrovni 0,9634, čo je veľmi silná závislosť.

6 **index korelácie** – ide o špecifický prípad korelačného koeficientu, ktorý platí aj pre nelineárnu koreláciu a vyjadruje mieru intenzity (teda tesnosti) medzi dvoma náhodnými veličinami. Nadobúda hodnoty od 0 po 1. Korelačný koeficient (platí iba pre lineárnu závislosť) môže nadobúdať hodnoty z intervalu -1 po $+1$. Ak je korelačný koeficient rovný 0, znamená to, že medzi skúmanými veličinami nie je žiadny vzťah. Ak je rovný jednej, tak sú veličiny navzájom priamo závislé, nárast jednej veličiny spôsobuje nárast druhej, ak je rovný -1 , nárast jednej veličiny spôsobuje pokles druhej veličiny



Graf 4.2: Optimalizácia pomocou teórie „U“ krivky (zdroj: tabuľka 4.2; vlastné spracovanie)

Pri hľadaní optima môžeme využiť matematické derivovanie kvadratickej funkcie, pričom vieme, že ak existuje prvá derivácia funkcie a položíme ju rovnú nule, znamená to, že v danom bode existuje lokálny extrém. Ak existuje aj druhá derivácia a tá je kladná, v danom bode existuje lokálne minimum. Keďže ide o konvexnú funkciu, vieme, že tu existuje práve lokálne minimum, a to je bod našej optimálnej zadlženosti.

Postup:

- | | |
|------------------------------|--|
| 1. rovnica funkcie | $y = 0,0337x^2 - 0,0327x + 0,0507$ |
| 2. prvá derivácia funkcie | $y' = 2 \cdot 0,0337x - 0,0327$ |
| 3. prvá derivácia rovná nule | $y' = 0 = 0,0674x - 0,0327$ |
| 4. výpočet bodu x | $0 = 0,0674x - 0,0327 \quad / + 0,0327$
$0,0327 = 0,0674x \quad / 0,0674$
$0,4852 = x \quad / * 100$
$48,52 \% = x$ |
| 5. druhá derivácia funkcie | $y'' = 0,0674$ |

Záver: Keďže existuje druhá derivácia, existuje lokálne minimum. A toto lokálne minimum reprezentuje optimálnu zadlženosť na úrovni 48,52 %.

Netreba zabúdať, že sme robili výpočet z odhadu rovnice funkcie s koeficientom determinácie R^2 na úrovni 0,9281, teda aby sme mali presný bod optima, potrebovali by sme vedieť presnú rovnicu danej funkcie. Napriek malej odchýlke, je možné túto teóriu prakticky využiť, ak máme samozrejme potrebné vstupné dáta.

4.2 Ďalšie teoretické školy optimalizácie kapitálovej štruktúry

Teória Modigliani-Millera

Za určitých predpokladov sú podľa teórie celkové náklady na podnikový kapitál, a teda aj trhovú hodnotu podniku nezávislé od jeho kapitálovej štruktúry, pretože na dobre fungujúcom trhu majú investície prinášajúce rovnaký výnos rovnakú cenu.

Teória vychádza z týchto predpokladov:

- kapitálový trh je dokonalý (informácie sú bezplatné a dostupné všetkým investorom, neráta sa s transakčnými nákladmi, investori sa správajú racionálne),
- podniky možno začleniť do viacerých skupín (podľa stupňa prevádzkového rizika a výnosnosti vloženého kapitálu),
- čistý výnos (zisk a úroky) sa v jednotlivých obdobiach nemení (a pravdepodobný výnos je pre všetkých investorov v danej triede výnosnosti rovnaký),
- neberie sa do úvahy zdaňovanie zisku,
- možnosť získať úver a podmienky jeho získania sú rovnaké.

Požiadavky akcionárov na vyšší výnos z ich kapitálu pri zvyšujúcom sa podiele cudzieho kapitálu rastú plynule, nie až od istého stupňa zadĺženia. Od istého stupňa zadĺženia sa zvyšuje úroková miera z cudzieho kapitálu. Plynule rastúce požiadavky akcionárov prekrývajú výhody rastúceho podielu cudzieho kapitálu, takže priemerné náklady podniku na získanie a viazanie kapitálu zostávajú rovnaké pri akejkolvek finančnej štruktúre.

Čím viac si podnik požičiava, tým viac rizika sa prenáša z akcionárov na veriteľov. Zvyšovanie podielu cudzieho kapitálu v kapitálovej štruktúre podniku zvyšuje náklady na vlastný kapitál, ale nezvyšuje priemerné náklady na celkový kapitál a nemení sa ani trhovú hodnotu podniku⁷.

Teória hierarchického poriadku

Teóriu vypracoval S. C. Myers a je založená na dvoch predpokladoch:

- manažéri sú lepšie informovaní o investičných príležitostiach ako ostatní investori mimo podnik,
- manažéri konajú v najlepšom záujme súčasných akcionárov.

Východiskom teórie je delenie vlastného imania na dva druhy – vnútorný (nerozdelený zisk a fondy) a vonkajší (emisie akcií), prvý je na začiatku hierarchického poriadku a druhý na konci. Podľa teórie firmy používajú vnútorné financovanie pokiaľ môžu a keď musia použiť vonkajšie financovanie, dajú prednosť dlhu pred emisiou akcií (náklady na emisiu dlhu sú nižšie ako náklady na emisiu akcií).

Kompromisná teória kapitálovej štruktúry

R. A. Brealey a S. C. Myers spojili prístup M-M s reálnymi podmienkami trhu (zobrali do úvahy nielen vplyv daní, ale aj náklady finančných ťažkostí možného bankrotu) a vytvorili tzv. kompromisnú teóriu.

S rastúcim dlhom rastie súčasná hodnota úrokového daňového štítu. Pri miernej zadĺženosti je pravdepodobnosť finančných ťažkostí zanedbateľná a výhody úrokového daňového štítu prevládajú.

7 Levy and Sarnat, 1999: Tvrdenie I: „Zvýšením podielu dlhu vo svojej kapitálovej štruktúre nemôže firma ovplyvniť svoju celkovú hodnotu, a preto nedochádza ani k žiadnej zmene ceny akcie.“ Tvrdenie II: „Zvýšenie podielu dlhu v kapitálovej štruktúre však zvyšuje priemernú rentabilitu vlastného kapitálu firmy.“



V určitom bode zadlženia však náklady na finančné ťažkosti⁸ začínajú znižovať hodnotu podniku. Pri optimalizácii kapitálovej štruktúry by sa do úvahy mali brať štyri základné dimenzie:

- dane,
- riziko,
- typy aktív,
- finančná voľnosť.

Zadlžovať by sa mal predovšetkým podnik, ktorý očakáva zisk a bude teda platiť dane a môže využiť úrokový daňový štít.⁹ Ďalej by sa mal zadlžovať podnik, ktorý má nízke riziko podnikania, prevahu hmotných aktív a neočakáva vhodné investičné príležitosti, ktoré by bol nútený rýchlo financovať. Platí to aj naopak. Menej by sa mal zadlžovať podnik, ktorý neočakáva vysoký zisk, má prevahu nehmotných aktív, vysoké riziko podnikania a má vhodné investičné príležitosti s nutnosťou rýchleho financovania.

Teória Neumaierových

Optimálne zadlženie nastáva vtedy, keď je rentabilita vlastného kapitálu maximálna. V tomto bode dochádza rovnako k maximalizácii trhovej hodnoty firmy.

Teória nákladov zastúpenia

Optimálne sú všetky kapitálové štruktúry, pri ktorých sú náklady zastúpenia¹⁰ a transakčné náklady spojené s implementáciou kapitálovej štruktúry minimalizované.

Signálna teória

Teória vychádza z princípu lepšej informovanosti manažérov ako investorov a považuje vydanie dlhu za signál vysokej hodnoty a naopak emisiu akcií za signál nízkej hodnoty podniku.

-
- 8 • priame náklady finančných ťažkostí – poplatky právnikom a expertom, ktoré musí podnik uhradiť, keď sa dostane do úpadku;
 • nepriame náklady finančných ťažkostí – súvisia s riadením podniku s finančnými problémami (ide o tzv. „suboptimálne rozhodnutia“, napr.: podnik je nútený predať časť aktív za nevýhodné ceny, musí odvolať realizáciu ziskových projektov, ktoré momentálne neprinášajú hotovosť a nahradí ich menej efektívnymi krátkodobými projektami, musí znížiť výdavky na výchovu pracovníkov, na výskum a vývoj, prijať pôžičky za nevýhodných podmienok a pod).
- 9 **úrokový daňový štít** – zníženie dane spôsobené znížením daňového základu o úroky
- 10 náklady zastúpenia (agentské náklady) – kontrakt, kde jedna alebo viac osôb (tzv. princípáli) najímajú inú osobu alebo iné osoby (tzv. agentov), aby riadili ich záležitosti, čo zahŕňa aj delegovanie určitej rozhodovacej právomoci na týchto agentov

4.3 Determinanty kapitálovej štruktúry¹¹

1. Ziskovosť a stabilita podniku.
2. Likvidita podniku a vývoj jeho celkového cash flow (priama nadväznosť na možnosť plniť dlhovú službu. Čím vyššia očakávaná úroveň cash flow, tým vyšší podiel cudzieho kapitálu môže podnik mať).
3. Majetková štruktúra podniku.
4. Dostupnosť a náklady jednotlivých zdrojov financovania.
5. Manažment podniku a jeho prístup k riziku.
6. Štruktúra vlastníctva a udržiavanie kontroly nad činnosťou podniku (nová emisia akcií rozdeľuje kontrolu a z toho dôvodu môže dať podnik prednosť ďalšiemu dlhu pred emisiou akcií. I keď dlh zvyšuje riziko možných finančných ťažkostí).
7. Dividendová politika (čím vyššia je zadlženosť podniku, tým väčšia je pravdepodobnosť, že podnik nebude schopný udržať stabilnú dividendovú politiku).
8. Finančná voľnosť.
9. Výška investícií.
10. Odvetvie podnikania.
11. Veľkosť podniku.
12. Požiadavky ratingových agentúr.
13. Fungovanie kapitálového trhu a transakčné náklady.
14. Legislatíva.
15. Hospodárska politika a hospodársky cyklus.
16. Miera inflácie (inflácia zvýhodňuje dlžníkov na úkor veriteľov, a preto jej rast stimuluje rast podielu cudzieho kapitálu, ale aj rast úrokovej miery, ktorá zahŕňa inflačnú prémii).
17. Spoločensko-ekonomické pomery.

¹¹ determinanty predstavujú príčinu, ktorá vyvoláva následok vo forme teórií optimalizácie kapitálovej štruktúry, pričom jednotlivé teórie sa opierajú o rôzne determinanty. Za základné determinanty sa považujú dane a daňový štít, náklady finančnej tiesne, náklady kapitálu podniku a pod. (Hrdý a Krechovská, 2013)