

# Informační hodnota kapitálové struktury firmy

Patrik BAUER – Institut ekonomických studií FSV UK, Praha; IDET, Department of Economics, University of Munich, Mnichov (Patrik.Bauer@seznam.cz)

Vít BUBÁK – Institut ekonomických studií FSV UK, Praha; School of Economics, University of Queensland, Brisbane (VitBubak@hotmail.com)

Téma optimální kapitálové struktury firmy stojí již řadu let v popředí zájmu finančních teoretiků. Empirická měření ukazují, že volba kombinace dluhu a vlastního jmění tak, aby maximalizovala hodnotu firmy, není jednoduchou záležitostí.

Předkládaná studie analyzuje informační hodnotu kapitálové struktury firmy. V první části jsou popsány relevantní teorie, které se zabývají vysvětlením determinace kapitálové struktury firmy (především teorie „optimální“ kapitálové struktury a teorie signalizování, dále také teorie *trade-off*, teorie hierarchického pořádku, teorie ekonomických subjektů a teorie volných hotovostních toků). Tyto teorie jsou nazývány podmíněné teorie kapitálové struktury, neboť žádná z nich není univerzální.

Druhá část studie je empirická. Pro zjištění informační hodnoty kapitálové struktury firem v českém prostředí je aplikován Ohlsonův oceňovací model. Tento model analyzuje závislost tržní hodnoty firmy na současných i budoucích ziscích, účetní hodnotě firmy a dividendách.

Ke zjištění relevantnosti podmíněných teorií kapitálové struktury je rozděleno vlastní jmění firem na celková aktiva a pasiva (celková pasiva snižená o vlastní jmění). Poté je formulována první hypotéza: *Aktiva i pasiva jsou trhem oceňována shodně*. Následně je aplikován kontextuální přístup.

Pro ověření závěrů teorie „optimální“ kapitálové struktury je sestavena druhá hypotéza: *Ocenění pasiv firmy nezávisí na rozdílu mezi skutečnou kapitálovou strukturou firmy a její optimální hodnotou*. (Jako proxy proměnná optimální kapitálové struktury je uvažován medián poměru cizího jmění k vlastnímu jmění ze všech firem v daném roce).

K ověření závěrů teorie signalizování je formulována třetí hypotéza: *Hodnota pasiv firmy nezávisí na očekávaném budoucím růstu zisků firmy*. (Zde je jako proxy proměnná využita hodnota poměru P/B). Poslední definovaná hypotéza je kombinací druhé a třetí: *Ocenění pasiv firmy nezávisí na rozdílu mezi skutečnou kapitálovou strukturou firmy a její optimální hodnotou ani na očekávaném budoucím růstu zisků firmy*.

K testování hypotéz používáme data získaná z Reuters Spectrum® Disc Explorer, internetového serveru Ariadna (www.ariadna.cz) a Burzovních novin (příloha Hospodářských novin). Soubor dat zahrnuje 93 českých (nefinančních) firem, které byly v období let 1993–2000 nejvíce obchodovány na Burze cenných papírů Praha. Celkem obsahuje soubor 600 pozorování.

Na základě výsledků studie můžeme konstatovat, že aktiva i pasiva českých firem jsou trhem oceňována shodně. Rozdělení vlastního jmění na aktiva a pasiva tak neposkytuje více informací než samostatná hodnota vlastního jmění.

V souladu se závěry teorie „optimální“ kapitálové struktury bylo zjištěno, že dluh je více penalizován v případě firem, jejichž kapitálová struktura se více liší od „optimální“ hodnoty. Navíc je dluh, v souladu s teorií signalizování, pozitivním signálem u firem s relativně vyšším potenciálem růstu zisku (oproti firmám, u kterých tento potenciál tak velký není).

## LITERATURA

- GINER, B. – REVERTE, C. (2001): Valuation implications of capital structure: a contextual approach. *The European Accounting Review*, vol. 10, 2001, no. 2, pp. 291–314.
- JENSEN, M. C. (1986): Agency costs of free cash-flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, vol. 76, 1986, no. 2, pp. 323–329.
- JENSEN, M. C. – MECKLING, W. H. (1976): Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, vol. 3, 1976, no. 4 – October, pp. 305–360.
- MILLER, M. – MODIGLIANI, F. (1958): The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *American Economic Review*, vol. 48, 1958, pp. 261–297.
- MYERS, S. C. (1984): The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, vol. 39, July 1984, pp. 581–582.
- MYERS, S. C. (2001): Capital structure. *Journal of Economic Perspectives*, vol. 15, 2001, no. 2, pp. 81–102.
- MYERS, S. C. – MAJLUF, N. S. (1984): Corporate financing and investment decisions when firms have information the investors do not have. *Journal of Financial Economics*, vol. 13, 1984, pp. 187–221.
- OHLSON, J. (1995): Earnings, book values and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*, vol. 11, 1995, no. 2, pp. 661–687.
- ROSS, S. (1977): The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. *Bell Journal of Economics and Management Science*, vol. 8, 1977, no. 1, pp. 23–40.

## SUMMARY

JEL Classification: G1, G32

Keywords: conditional capital structure theories – Ohlson valuation model – „optimal“ capital structure theory – signaling theory

## Informative Value of Firm Capital Structure

Patrik BAUER – Institute of Economic Studies, Faculty of Social Sciences, Prague; IDET, Department of Economics, University of Munich, Munich (Patrik.Bauer@seznam.cz)

Vít BUBÁK – Institute of Economic Studies, Faculty of Social Sciences, Prague; School of Economics, University of Queensland, Brisbane (VitBubak@hotmail.com)

This paper analyzes the informative value of the capital structure of firms. In the first part, a theoretical background regarding theories of capital structure is presented. In the second (and empirical) part, the Ohlson (1995) valuation framework is used in order to analyze the informative value of firm capital structure on a sample of data from non-financial Czech companies. A contextual approach is adopted and the value relevance of debt is analyzed considering signaling and optimal capital structure theories.

According to the results, and in accordance with optimal capital structure theory, debt is more penalized in the case of companies that had deviated from the target debt level. Moreover, debt proved to be a positive signal for firms with a higher earnings growth potential. This, in turn, is consistent with signaling theory.