

Technická univerzita v Liberci
Hospodářská fakulta

Habilitační práce

Název práce: *Role nákladů kapitálu ve finančním řízení podniku*

Obor: *Podniková ekonomika a management*

UNIVERZITNÍ KNIHOVNA
TECHNICKÉ UNIVERZITY V LIBERCI



3146071320

2001

Dr. Ing. Drahomíra Pavelková

KFU

Název habilitační práce:

„Role nákladů kapitálu ve finančním řízení podniku“

Klíčová slova: náklady kapitálu, finanční řízení podniku, česká ekonomika, analýza, kapitál,

Name of the habilitation Thesis:

„The role of the Capital Costs in the Financial Management of Enterprises“

Key words: Capital Costs, financial management of enterprises, Czech economy, analyses, Capital,

I. Resumé

Předkládána habilitační práce je věnována vysvětlení důležitosti a potřebnosti znalosti problematiky nákladů kapitálu ve finančním řízení podniku, vyčíslování těchto nákladů a obsahuje doporučení pro jejich efektivní řízení.

Práce se podrobně zabývá využitím nákladů kapitálu v různých rozhodovacích úlohách finančního řízení podniku. V rámci zpracování současného stavu teoretických přístupů k problematice, která je předmětem habilitační práce, je prokázáno vzájemné propojení a objasněny logické souvislosti v oblastech, které jsou obvykle zpracovávány samostatně (investiční rozhodování, kapitálová struktura, oceňování podniku, hodnocení výkonnosti podniku) a to prostřednictvím nákladů kapitálu jako spojovacího článku těchto oblastí finančního řízení podniku. Je zde zdůrazněna významnost znalosti problematiky nákladů kapitálu a způsobů určování jejich výše.

V literatuře popsány metody určování výše nákladů kapitálu jsou v práci kriticky zhodnoceny a je poukázáno na skutečnosti, které mohou použití některých metod komplikovat.

V práci je dále poukázáno na možnosti snižování nákladů prostřednictvím využití mezinárodních trhů, a to buď prostřednictvím multinacionálních společností nebo získáváním kapitálu na mezinárodních finančních trzích. Znat tyto skutečnosti je přínosem pro management podniků, zejména v situaci, kdy je přístup ke zdrojům na domácím trhu značně omezený.

Na základě analýzy podmínek české ekonomiky, vývoje hospodaření podniků a analýzy postojů managementu podniků k vybraným otázkám finančního řízení jsou v práci navržena doporučení managementu podniků pro efektivní řízení nákladů kapitálu. Doporučení vycházejí z teoretických poznatků a praktických zkušeností, přičemž respektují omezující podmínky české ekonomiky. Významným přínosem je i výběr nejvhodnějších metod vyčíslování výše nákladů kapitálu z hlediska jejich použitelnosti v podmínkách české ekonomiky, případně jejich relativní jednoduchosti.

V práci je současně uveden soubor případových studií obsahujících rozhodovací úlohy finančního řízení podniku využívajících k řešení náklady kapitálu. Tyto případové studie ukazují, jak lze v konkrétních podmínkách praxe postupovat. Jejich výhodou je, že na rozdíl od většiny publikovaných příkladů v odborné literatuře (obsahujících problematiku nákladů kapitálu), situaci nezjednodušují a dávají čtenáři návod, jak postupovat krok za krokem. Byly vybrány tak, aby demonstrovaly celou šíři problematiky nákladů kapitálu v řízení podniku.

Práce tak komplexně pojímá problematiku nákladů kapitálu, včetně praktických aplikací a se zohledněním podmínek, které nabízí ekonomické a legislativní prostředí České republiky.

II. Summary

The Habilitation Thesis herewith presented is devoted to the explanation of the importance of, and necessity for, the knowledge of the problems involving Capital Costs in the financial management of enterprises, the establishment of the numeric values of these costs, and also contains recommendations as to their effective management.

The thesis concerns the detailed utilisation of Capital Costs in its various decisive roles in the financial management of an enterprise. Within the framework of the elaboration of the current state concerning the theoretical approaches to the problem's subject matter, and which is the subject of this Habilitation Thesis, the existing mutual interconnectivities are demonstrated and the logical interdependencies between those areas which are usually elaborated independently are clarified (i.e. the investment decision-making process; capital structures; valuation of the enterprise; evaluations of the effectivity and performance of the enterprise; etc.) – this through the demonstration of Capital Costs' role as the linchpin of these areas of the financial management of an enterprise. It stresses the emphasis of the mutuality of the understanding of the problems surrounding Capital Costs and the ways of determining their levels/values.

The Thesis critically evaluates those methods of determining the levels of Capital Cost described in the literature pertaining to this field, and it seeks to point out those realities which might complicate the use of certain of these methods.

The Thesis further goes on to indicate the possibilities that exist for the reduction of Capital Costs through the exploitation and utilisation of international markets, and that either through making use of multinational companies or through the gaining of Capital on the international financial markets. To know of these realities is an advantage and of benefit to the management of an enterprise, especially under the situation, where access to (financial) resources on the domestic markets is significantly restricted.

On the basis of analyses carried out on the conditions pertaining in the Czech economic climate, and on developments in the performance of enterprises and analyses of the attitudes of the managements of these enterprises to selected questions concerning financial management, the Thesis sets out suggested recommendations to these managements as to how to more effectively manage their Capital Costs. These recommendations originate from both theoretical knowledge and practical experience, since they respect the limiting conditions which exist in the Czech economy.

A significant contribution is also constituted by the selection of the most suitable methods for enumerating the levels of Capital Costs from the perspective of their usability under the conditions pertaining in the Czech economy, and eventually, their relative simplicity.

The thesis concurrently contains a number of case studies which demonstrate the decision-making tasks faced by an enterprise's financial management, and which are used to solve the question of the organisation's Capital Costs. These case studies demonstrate, *how to proceed in practice under concrete conditions*. Their advantage is in the fact that, unlike the majority of examples published in professional literature (and which deal with the problems involving Capital Costs), they do not attempt to simplify the situation and they thus provide the reader with a guide, as to how to proceed step-by-step. They have been selected to demonstrate the whole scale of the issues involving Capital Costs in the management of an enterprise.

The Habilitation Thesis therefore, takes a complex approach to the comprehension of the problems involving Capital Costs, including their practical application in practice and with a regard to the conditions which are offered by the economic and legislative environments of the Czech Republic.

III. Poděkování

Ráda bych vyjádřila poděkování kolegům z Fakulty managementu a ekonomiky Univerzity Tomáše Bati ve Zlíně za jejich cenné rady a připomínky při zpracování habilitační práce.

Zejména bych ale chtěla poděkovat svému manželovi, dětem a mamince za trpělivost a pochopení při dokončování habilitační práce.

Drahomíra Pavelková

IV. Obsah

I. Resumé.....	I
II. Summary	II
III. Poděkování.....	IV
IV. Obsah.....	V
V. Seznam obrázků.....	VII
VI. Seznam tabulek.....	VIII
VII. Seznam příloh.....	X
Úvod.....	1
1. Cíle práce	3
2. Postup řešení	4
3. Metody a techniky použité při zpracování habilitační práce	6
4. Východiska pro hodnocení postavení nákladů kapitálu ve finančním řízení podniku a jejich určování	8
4.1 Základní cíle podniku a postavení nákladů kapitálu ve vztahu k naplnění cílů podniku.....	8
4.2 Specifikace role nákladů kapitálu v rozhodovacích úlohách finančního řízení podniku.....	14
4.2.1 Investiční rozhodování	14
4.2.2 Kapitálová struktura	16
4.2.3 Stanovení optimální výše celkových kapitálových výdajů podniku	24
4.2.4 Výběr zdroje financování investičních záměrů	25
4.2.5 Hodnocení činnosti podniku.....	25
4.2.6 Oceňování podniku	26
4.3 Teoretické přístupy k určování výše nákladů kapitálu.....	30
4.3.1 Co jsou to náklady kapitálu?	30
4.3.2 Klasifikace rizika.....	31
4.3.3 Náklady na cizí kapitál	34
4.3.3.1 Náklady na dluhopisy	35

4.3.3.2 Náklady na úvěry	37
4.3.4 Náklady na vlastní kapitál	39
4.3.4.1 Druhy vlastního kapitálu	40
4.3.4.2 Modely používané pro určování nákladů na vlastní kapitál	41
4.3.5 Průměrné náklady kapitálu (WACC)	54
5. Náklady na kapitál v podmínkách mezinárodních trhů	58
5.1 Faktory ovlivňující náklady na kapitál u multinacionálních společností	58
5.2 Důvody vytváření mezinárodních portfolií a přímých zahraničních investic	63
5.3 Podniková strategie pro internacionalizaci nákladů na kapitál	66
6. Náklady na kapitál v podmínkách české ekonomiky	73
6.1 Analýza ekonomického prostředí vytvářejícího podmínky pro řízení financí podniku	73
6.1.1 Makroekonomické a mikroekonomické prostředí v ČR	73
6.1.2 Zdroje financování a jejich dostupnost pro podniky v podmínkách české ekonomiky	80
6.2 Analýza vývoje hospodaření podniků v podmínkách ČR	85
6.3 Dotazníková šetření týkající se vybraných problémů finančního řízení podniků	91
6.3.1 Výsledky dotazníkového šetření u skupiny „velkých podniků“ vztahujících se k řešené problematice	91
6.3.2 Výsledky výzkumu dotazníkového šetření u malých a středních podniků	98
6.4 Určování výše nákladů na kapitál v podmínkách české ekonomiky	103
6.5 Doporučení pro efektivní řízení nákladů kapitálu podniků	110
7. Případové studie demonstrující využití problematiky nákladů kapitálu ve finančním řízení podniků v podmínkách české ekonomiky	115
7.1 Případová studie: Finanční analýza podniku	117
7.2 Případová studie: Optimalizace kapitálové struktury	129
7.3 Případová studie: Hodnocení efektivnosti investičních projektů a stanovení optimální výše kapitálových výdajů	144
7.4 Případová studie: Financování investičního záměru	171
8. Zhodnocení přínosů pro teorii a praxi	200
Závěr	202
Použitá literatura	203

V. Seznam obrázků

Obrázek 2-1.1: Postup při řešení problematiky habilitační práce

Obrázek 4-2.1: Závislost vývoje rentability vlastního kapitálu na rentabilitě vloženého kapitálu a úrokové míře dluhu

Obrázek 4-3.1: Vztah mezi zdroji rizika dosažení výsledku hospodaření

Obrázek 4-3.2: Úrokové sazby v průběhu hospodářského cyklu

Obrázek 4-3.3: Vztah úrokových sazeb a ekonomiky v hlavních ekonometrických modelech

Obrázek 4-3.4: Základní přístupy k odhadu nákladů vlastního kapitálu

Obrázek 4-3.4: Průběh nákladů vlastního kapitálu, nákladů cizího kapitálu a průměrných nákladů kapitálu (WACC)

Obrázek 5-1.1: Optimální výše kapitálových výdajů: domácí versus multinacionální společnosti

Obrázek 5-2.1: Výhody mezinárodní diverzifikace

Obrázek 5-3.1: Alternativní cesty k internacionalizaci nákladů kapitálu a dostupnosti kapitálu

Obrázek 5-3.2: Segmentace trhu, dostupnost zdrojů a náklady kapitálu

Obrázek 6-2.1: Vývoj poměru cizích zdrojů na pasivech podniků v ČR v letech 1997-2000

Obrázek 6-2.2: Vývoj úrokové krytí podniků v ČR v letech 1997-2000

Obrázek 6-2.3: Vývoj poměru dlouhodobého cizího kapitálu na pasivech podniků v ČR v letech 1997-2000

Obrázek 6-2.4: Vývoj poměru dlouhodobého cizího kapitálu na cizích zdrojích podniků ČR v letech 1997-2000

Obrázek 6-2.5: Podíl dlouhodobého cizího kapitálu na dlouhodobém kapitálu podniků v ČR v letech 1997-2000

Obrázek 6-2.6: Maximální úrokové míry pro zadlužení podniků v průmyslu v ČR

Obrázek 6-3.1: Možnosti vlastníků navýšit základní kapitál

Obrázek 6-3.2 Názory manažerů na vyplácení dividend

Obrázek 6-3.3: Přístupnost bankovních úvěrů pro MSP

Obrázek 6-3.4: Cíle podniků do budoucna

Obrázky uvedené v 7. kapitole se vážou ke zpracování případových studií.

VI. Seznam tabulek

Tabulka 4-2.1: Výpočet volného cash flow firmy

Tabulka 4-3.1: Individuální přírážka dluhopisu v závislosti na ratingu podniku

Tabulka 4-3.2: Rizikové prémie podle charakteru trhu

Tabulka 4-3.3: Riziková úprava koeficientu β podle třídy systematického obchodního rizika

Tabulka 4-3.4: Riziková úprava β oproti stavu při základním zadlužení

Tabulka 4-3.5: Příklady rizikové prémie podle kategorie podniku

Tabulka 5-2.1: Výkonnost portfolií

Tabulka 6-1.1: Vývoj vybraných makroekonomických veličin v ČR v období 1996-2000

Tabulka 6-1.2: Předpovědi vybraných makroekonomických veličin v ČR na období 2001-2004

Tabulka 6-1.3: Základní úrokové sazby v ČR

Tabulka 6-1.4: Průměrné roční úrokové míry z celkového stavu úvěrů a z nových úvěrů v ČR

Tabulka 6-1.5: Vývoj úrokových sazeb z úvěrů a vkladů a jejich přepočet na reálné hodnoty v letech 1994-2000

Tabulka 6-1.6: Predikce vývoje úrokových sazeb z úvěrů a vkladů a jejich přepočet na reálné hodnoty v letech 2000-2003

Tabulka 6-2.1: Vývoj likvidity podniků v ČR v letech 1997-2000

Tabulka 6-2.2: Vývoj rentability podniků (a vývoj ukazatelů ovlivňujících ROA a ROE) v ČR v letech 1997-2000

Tabulka 6-2.3: Podíl výnosů podniků různých kategorií z hlediska tvorby hodnoty na celkových výnosech průmyslu

Tabulka 6-3.1: Preference managementu podniků v případě možnosti vybrat zdroj financování investičních záměrů externími zdroji bez omezení

Tabulka 6-3.2: Volba mezi vyplácením vyšší dividendy nebo konzervováním zdrojů pro nejistou investiční příležitost v případě vysokého zisku po zdanění

Tabulka 6-3.3: Volba mezi snížením dividendy a vypůjčením si cizích zdrojů

Tabulka 6-3.4: Dividendová politika podniků

Tabulka 6-3.5: Zdroje financování vzorku MSP

Tabulka 6-3.6: Podíl jednotlivých typů úvěrů na celkových úvěrech podniku a průměrná výše jejich sazeb

Tabulka 6-3.7: Využití programů (domácích nebo zahraničních) pro podporu MSP

Tabulka 6-3.8: Zájem o informace ohledně programů pro podporu MSP

Tabulka 6-4.1: Koeficienty beta za předpokladu plného financování vlastním kapitálem

Tabulka 6-4.2 Výplata dividend podniky obchodovanými na BCPP, a.s.

Tabulka 6-4.3: Vývoj výnosů pětiletých dluhopisů a mezibankovní sazby PRIBOR v letech 1994-2000 a jejich predikce 2001-2003

Tabulka 6-4.4: Odhady nákladů na vlastní kapitál v průmyslu v ČR

Tabulky uvedené v 7. kapitole se vážou ke zpracování případových studií.

VII. Seznam příloh

PŘÍLOHA A:

Srovnávací tabulka ratingového ohodnocení vybraných zemí

PŘÍLOHA B:

Platební bilance České republiky (1993 – 1.Q. 2001)

PŘÍLOHA C:

Investiční pozice ČR vůči zahraničí (1993 – 1. Q. 2001)

PŘÍLOHA D:

Žádosti o prostředky z Fondu rizikového kapitálu (1996 – 2000)

Výše finančních prostředků na podporu podnikání pro MSP (1996 – 2001)

PŘÍLOHA E:

R_e (alternativní náklad vlastního kapitálu) v r. 2000 - průmysl a stavebnictví

PŘÍLOHA F:

Vlivy na meziroční změnu EVA (1999-2000) - průmysl

PŘÍLOHA G:

Dotazník k vybraným otázkám finančního řízení adresovaný finančním (ekonomickým) ředitelům podniků obchodovaných na hlavním a vedlejším trhu BCPP, a.s.

PŘÍLOHA H:

Dotazník k vybraným otázkám finančního řízení adresovaný malým a středním podnikům

Úvod

Řízení nákladů patří k důležitým faktorům, které ovlivňují konkurenceschopnost podniků. Kromě nákladů jako je výkonová spotřeba, osobní náklady a odpisy je v podnicích potřeba věnovat pozornost také nákladům, které podnik nese z důvodu využívání kapitálových zdrojů, ať už cizích nebo vlastních. Pomocí těchto zdrojů pořizuje majetek pro výrobu výrobků nebo poskytování služeb. Získávání zdrojů a náklady s jejich získáním spojené souvisejí nejen s podmínkami jednotlivých zemí a jejich finančních trhů, ale v procesu globalizace i s vývojem zahraničních ekonomik a mezinárodních finančních trhů.

V úvodu své práce bych ráda uvedla důvody, proč jsem si pro svou habilitační práci vybrala téma „Role nákladů kapitálu ve finančním řízení podniku“. Důvodů je více:

- Ve své disertační práci jsem se věnovala dlouhodobým zdrojům financování a tržní hodnotě podniku. V souvislosti s řešením této problematiky jsem si uvědomila významnost problematiky nákladů kapitálu. Nicméně jsem ji v rámci omezeného rozsahu práce nemohla věnovat příliš mnoho prostoru.
- V literatuře, zejména domácí, postrádám práci nebo studii, která by se této problematice věnovala v celé šíři a komplexnosti.
- Na základě vlastních mnohaletých zkušeností ze spolupráce s podniky, ale i ze zkušeností z vedení diplomových prací v podnicích různé velikosti a z různých oborů podnikání jsem zjistila, že je zde věnován minimální čas na zjišťování a vyčíslování nákladů kapitálu, který podnik používá k zabezpečení svých aktivit. To má kořeny v tom, že:
 - podniky nepoužívají propočty budoucích peněžních toků na jejich současnou hodnotu, neoptimalizují kapitálovou strukturu, jejich cílem podnikání je dosažení pouze určité absolutní výše zisku, podílu na trhu atd. a tudíž se touto problematikou vůbec nezabývají, nebo
 - podniky sice z různých důvodů potřebují znát při svých výpočtech a rozhodnutích výši nákladů na kapitál, ale často neznají způsoby a metody, kterými by bylo možné je kvantifikovat, nebo
 - podniky nepovažují za podstatné věnovat více času přesnějšímu vyčíslení nákladů na kapitál patřičnou pozornost a proto je pouze velmi hrubě odhadují.
- Modely a postupy, které doporučuje literatura jsou někdy problematické v praxi použít a to ze dvou důvodů:
 - nehodí se pro podmínky české ekonomiky
 - v literatuře jsou používány často velmi zjednodušené příklady, které nerespektují složitost praxe.

Lze tedy vyslovit následující hypotézu:

„Problematika nákladů kapitálu patří k velmi důležitým aspektům řešení úloh finančního řízení podniku. V praxi je však nízké povědomí o nutnosti věnovat této problematice větší pozornost a více času. Příčinou může být malá znalost přístupů k vyčíslování těchto nákladů a jejich efektivního řízení, absence podrobnějších návodů, ale i specifické podmínky české ekonomiky, finančního trhu a legislativy, které vylučují použití některých metod nebo jejich použití omezují. Současně má tato problematika teoretické zázemí obvykle pouze jako součást publikací nebo studií zabývajících se jednotlivými oblastmi finančního řízení, kde je problematika nákladů kapitálu využita.“

Předkládaná práce je proto věnována vysvětlení důležitosti a potřebnosti znalostí problematiky nákladů kapitálu ve finančním řízení podniku, vyčíslování těchto nákladů a návrhu doporučení pro jejich efektivní řízení. Řešení uvedené problematiky (příp. její částí) představuje součást řešení grantových projektů Fondu rozvoje vysokých škol (FR VŠ 1476/00), MŠMT (MSM 265300021) a TEMPUS-JEP (13277-98).

Práce je členěna do 8 kapitol.

V první kapitole jsou vytyčeny základní cíle, které by měla předkládaná habilitační práce naplnit.

Ve druhé kapitole je uveden postup prací, který vede k naplnění uvedených cílů.

Metody a techniky, které byly využity při zpracovávání informací a konečných řešení jsou stručně zmíněny ve třetí kapitole.

Čtvrtá kapitola obsahuje charakteristiku základních cílů podnikání a vztah řešení problematiky k těmto cílům. Dále je zde specifikována role nákladů kapitálu v různých oblastech finančního řízení a kritické zhodnocení teoretických přístupů k určení výše nákladů na vlastní a cizí kapitál a určení průměrných nákladů na kapitál.

Pátá kapitola obsahuje problematiku nákladů na kapitál z mezinárodního úhlu pohledu. Jednak jsou tady identifikovány faktory, které ovlivňují náklady na kapitál u multinacionálních společností, jednak je tady diskutován pohled investorů, kteří podnikům kapitál poskytují a za jehož poskytnutí žádají určitou cenu. Tato se stává nákladem podniku, který zdroje získává.

V šesté kapitole jsou aplikovány poznatky z teoretických zdrojů na konkrétní podmínky české ekonomiky při současném respektování podmínek, ve kterých podniky působí. Jsou tady analyzovány možnosti určování výše nákladů na kapitál v podmínkách české ekonomiky a uvedená doporučení pro efektivní řízení nákladů na kapitál.

Sedmá kapitola obsahuje čtyři případové studie, pomocí kterých je demonstrováno využití nákladů kapitálu v různých úlohách finančního rozhodování podniku.

Osmá kapitola obsahuje zhodnocení přínosů habilitační práce pro teorii a praxi.

1. Cíle práce

Předkládaná práce by měla splnit tyto cíle:

1. Poukázat na významnost a postavení problematiky nákladů kapitálu ve finančním řízení podniku:
 - posoudit vliv kapitálové struktury a výše nákladů kapitálu na vytváření ekonomické přidané hodnoty
 - analyzovat rozhodovací problémy finančního řízení podniku, jejichž součástí jsou náklady kapitálu využívány.
2. Zhodnotit teoretické přístupy k určování výše nákladů jednotlivých druhů kapitálu a průměrných nákladů na kapitál.
3. Analyzovat problematiku nákladů na kapitál v podmínkách mezinárodních trhů.
4. Analyzovat využitelnost teoretických přístupů určování výše nákladů na kapitál v praxi podniků v České republice a navrhnout možnosti určování výše nákladů na kapitál v podmínkách české ekonomiky. Vypracovat doporučení pro jejich efektivní řízení.
5. Vypracovat soubor případových studií obsahujících rozhodovací úlohy finančního řízení podniku využívajících k řešení problematiku nákladů kapitálu.

2. Postup řešení

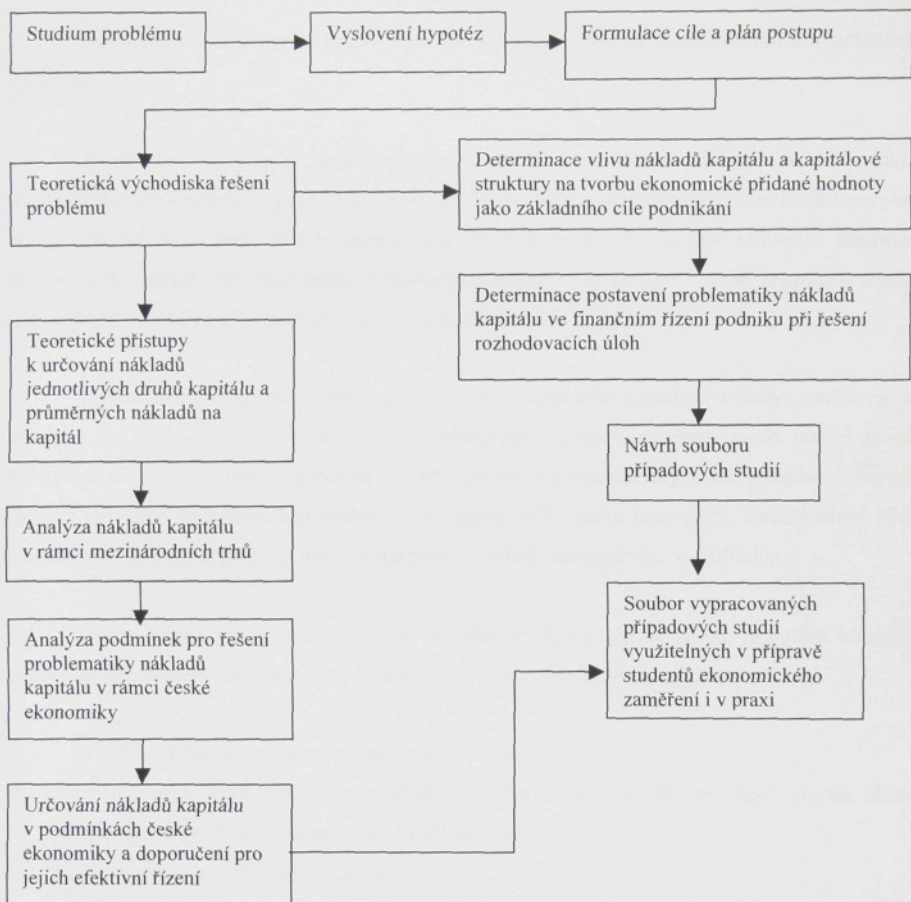
Naplnění uvedených cílů je dosaženo následujícím postupem:

1. Studium domácích a zahraničních teoretických zdrojů.
2. Na základě studia:
 - posouzení vlivu kapitálové struktury a výše nákladů kapitálu na tvorbu ekonomické přidané hodnoty jako základního cíle podnikání,
 - specifikace role nákladů kapitálu v rozhodovacích úlohách finančního řízení podniku,
 - zhodnocení způsobů výpočtu nákladů jednotlivých druhů kapitálu,
 - analýza problematiky nákladů na kapitál v podmínkách mezinárodních trhů,
 - návrh typů případových studií pro demonstraci významnosti a potřeby znalostí této problematiky u managementu podniků.
3. Na základě analýzy podmínek, ve kterých působí podniky v ČR, analýza možnosti využití teoretických přístupů k určování výše jednotlivých druhů kapitálu a průměrných nákladů na kapitál podniku a možností jejich efektivního řízení v podmínkách české ekonomiky.

Analýza podmínek bude obsahovat:

 - analýzu ekonomického prostředí vytvářejícího podmínky pro finanční řízení podniků,
 - analýzu dostupnosti a nákladů jednotlivých zdrojů financování,
 - analýzu vývoje hospodaření podniků v podmínkách ČR,
 - analýzu výsledků dotazníkových šetření u podniků zaměřených na vybrané otázky finančního řízení podniku.
4. Na základě teoretických východisek a výsledků předchozích analýz budou vypracovány:
 - návrhy využitelných způsobů určování výše nákladů na kapitál v podmínkách české ekonomiky,
 - doporučení pro efektivní řízení nákladů kapitálu podniku.
5. Na závěr budou vypracovány případové studie, ve kterých bude promítnuto:
 - poukázání na významnost řešení dané problematiky,
 - podmínky pro řešení dané problematiky v rámci české ekonomiky,
 - metodický návod, jak při řešení dané problematiky postupovat a jeho demonstrace na konkrétních případech z praxe.

Postup řešení je znázorněn na obrázku 2-1.1.



Obrázek 2-1.1: Postup při řešení problematiky habilitační práce

3. Metody a techniky použité při zpracování habilitační práce

Naplnění cílů habilitační práce je možné kombinací metod kvalitativního a kvantitativního výzkumu.

Kvalitativní výzkum si klade za cíl porozumění stanovenému problému a to vyžaduje co největší a nejširší orientaci v jeho řešení. Kvalitativní výzkum na rozdíl od kvantitativního nevyžaduje silnou standardizaci, tento typ výzkumu není proto omezený z hlediska získávání informací o sledovaném objektu. Redukce počtu sledovaných objektů má ovšem v sobě zahrnutou obtížnost zobecnění výsledků na celý soubor, kterého se problém týká.

Kvantitativní výzkum vychází z pozitivního předpokladu existence určitého vztahu na určité úrovni a ten proto může být měřen. Při kvantitativním výzkumu je nutné získat takové množství informací, aby je bylo možné zobecnit na celý soubor. To automaticky klade požadavek na velkou redukci množství sledovaných proměnných a vzájemných vztahů mezi nimi. Kvantitativní výzkum umožňuje zobecnění zjištěných informací a platnost tohoto zobecnění je vyčíslitelná.

Údaje, které bylo pro naplnění cílů habilitační práce potřebné získat, je možné klasifikovat podle různých kritérií. Obecně bývají členěny na primární a sekundární, interní a externí.

Výběr technik sběru dat ve výzkumu je ovlivněn:

- cílem výzkumu, který ovlivňuje kvantitu a kvalitu požadovaných informací, stupeň přesnosti zkoumání, míru požadované zobecnitelnosti závěrů,
- charakterem zkoumaných skutečností.

Předmětem kvalitativního výzkumu v habilitační práci je identifikace rozhodovacích úloh finančního řízení podniku využívajících pro své řešení náklady kapitálu podniku a posouzení vlivu nákladů kapitálu na tvorbu ekonomické přidané hodnoty podniku. Výzkum vychází ze sekundárních údajů – monografií, článků v odborných periodikách a z výzkumných zpráv. Řešení obsažena v případových studiích vycházejí z primárních údajů o podnicích získaných v nestandardizovaných rozhovorech s vedením podniků a ze sekundárních údajů – podnikové dokumentace.

Výsledkem kvalitativního i kvantitativního výzkumu je charakteristika výchozích podmínek pro určování nákladů kapitálu, dostupnosti a používání jednotlivých zdrojů financování v České republice.

Analýza ekonomických podmínek v České republice vychází ze sekundárních údajů, jejichž zdrojem jsou statistické přehledy Českého statistického úřadu (dále ČSÚ), České národní banky (ČNB), analýzy Ministerstva průmyslu a obchodu (MPO), Ministerstva financí České republiky (MFČR), odborné články v tisku a www stránky. Primární údaje byly získány na základě nestandardizovaných rozhovorů s pracovníky některých bank.

Údaje pro analýzu současného stavu financování podniků vychází z těchto zdrojů:

- sekundární údaje byly získány ze statistických přehledů ČSÚ, analýz MPO, MF ČR, ČNB, www stránek,
- primární údaje byly získány na základě písemného dotazníku adresovaného finančním ředitelům akciových společností obchodovaných na hlavním a vedlejším trhu Burzy cenných papírů Praha, a.s. (dále BCPP, a.s.) a písemného dotazníku adresovaného manažerům malých a středních regionálních podniků.

V práci je použitý analyticko-syntetický přístup.

Metoda kritické analýzy je uplatněna při hodnocení jednotlivých tezí tuzemské i zahraniční literatury, při hodnocení současného stavu praxe a tendencí vývoje.

Charakteristika výchozích podmínek pro určení nákladů kapitálu a možnosti jejich vyčíslování a efektivního řízení v České republice je výsledkem syntézy poznatků získaných studiem teoretických zdrojů, analýzou ekonomických podmínek pro financování podniků v ČR a přístupu managementu a vlastníků podniku k řešení daných otázek finančního řízení.

Výběr témat případových studií a jejich rozpracování představuje syntézu:

- teoretických poznatků o postavení problematiky nákladů kapitálu v rozhodovacích úlohách finančního řízení a o vlivu řešení dané problematiky na tvorbu hodnoty,
- výsledků analýzy podmínek pro řešení dané problematiky v rámci české ekonomiky a vypracovaného návrhu výpočtu nákladů jednotlivých druhů kapitálu v těchto podmínkách.

Případové studie představují metodický návod, jak při řešení dané problematiky postupovat a jeho demonstraci na konkrétním, nezjednodušeném případě z praxe.

4. Východiska pro hodnocení postavení nákladů kapitálu ve finančním řízení podniku a jejich určování

4.1 Základní cíle podniku a postavení nákladů kapitálu ve vztahu k naplnění cílů podniku

Co je cílem podnikání a jak hodnotit úspěšnost podniku?

Podnik by měl být vnímavý k přáním a potřebám zákazníků, hledat efektivní výrobní procesy, pečovat o kvalifikaci a potřeby svých pracovníků, prosadit se v domácím nebo i mezinárodním měřítku. Měl by tedy uspokojit všechny stakeholdery – všechny „zúčastněné“ podniku, kteří jsou nějakým způsobem spjati s daným podnikem. K nim patří poskytovatelé kapitálu (vlastníci a věřitelé), manažeři, zaměstnanci, dodavatelé, odběratelé, obec, stát aj. (Neumaierová, 1998). Všem těmto subjektům záleží na dlouhodobé existenci a dobré situaci daného podniku, každý z nich však sleduje svoje zájmy (např. cílem vlastníků je maximální zhodnocení svého vkladu, věřitelé chtějí dostat splátky dluhu a úroky, zaměstnanci usilují o maximální mzdu, dodavatelé se snaží o maximální ceny a množství dodané produkce, zákazníci požadují minimální ceny produkce, stát chce vybrat maximální daně atd. Výjimečné postavení mezi nimi v evropských podmínkách mají věřitelé – proto, že jejich postavení mohou manažeři volbou způsobů financování významně ovlivňovat).

Jakým způsobem tedy měřit úspěšnost fungování podniku a jaké jsou faktory, které tento úspěch podmiňují? Každý subjekt, který je nějakým způsobem s činností podniku spojen, posuzuje svoji úspěšnost podle zhodnocení své investice a porovnává je s alternativními možnostmi, které mohl zvolit. Samotný podnikatel v podnikání realizuje svůj podnikatelský záměr za použití zdrojů (kapitálového trhu, trhu pracovních sil, surovin, atd.). Za tyto zdroje platí tržní cenu. To, co mu zůstane, představuje výnos jeho investice. Vlastníci tudíž nesou největší riziko. Výnos by se měl minimálně rovnat výnosu alternativní (stejně rizikové) investice. Pokud je výnos nižší a neexistuje východisko pro jeho zvýšení, měl by z tohoto podnikání odejít a své peníze investovat jinde. Tento odchod z podnikání se ale dotkne všech zúčastněných. Proto by měl být výnos pro vlastníka alespoň na úrovni jeho alternativního nákladu. Pokud dlouhodoběji podnik nepřidává svou činností hodnotu, není důvod pro vlastníky v takovém podniku setrvávat a radši svůj kapitál přesouvají jinam. To platí ve světě; v procesu globalizace a přizpůsobování podmínek pro podnikání u nás podmínkám platným ve vyspělých ekonomikách to platí nebo bude beze zbytku platit i v českých podmínkách.

Důvodem k podnikání by tedy nemělo být dosahování pouze určité absolutní výše zisku (jak to někdy podniky ve svých cílech uvádějí – viz kapitola 6.3). Jednak je tato výše ovlivněna účetními praktikami a jednak - a to je hlavní důvod, který zpochybňuje tento ukazatel - absolutní výše neukazuje zhodnocení vloženého kapitálu. Ukazatele míry ziskovosti vloženého kapitálu mají již lepší vypovídací schopnost o míře úspěšnosti podnikání a jejich sledování je důležitou součástí analýzy hospodaření podniku. Výši dosažené rentability vlastního kapitálu je však nutné porovnat s alternativním nákladem na kapitál a rozdíl maximalizovat. Tento koncept, koncept ekonomické přidané hodnoty, se jeví jako komplexnější přístup. Zahrnuje v sobě i náklady obětované příležitosti vlastníkům, a tak umožňuje posoudit, jestli vlastníkům podniku jejich účast na podnikání přináší požadovaný efekt vzhledem k podstupovanému riziku.

Souhrnným vyjádřením cílů podniku je tedy **maximalizace tržní hodnoty pro vlastníky**. Je proto nutné dosahovat uspokojivé výnosnosti kapitálu při trvale příznivé platební schopnosti a při zachování dlouhodobé existence, tj. snaha o zajištění dlouhodobého rozvoje podniku. Dlouhodobá finanční stabilita podniku je potom podmíněna jak správnou strukturou zdrojů (optimálním poměrem mezi vlastním a cizím kapitálem) a výběrem nejvhodnějších zdrojů financování, tak i správnou alokací finančních zdrojů, tj. optimální strukturou aktiv.

Růst tržní ceny podniku je závislý na řadě činitelů. Mezi základní činitele, jež může management podniku ovlivnit, patří zejména (Kovanicová, 1997):

- růst podnikového zisku a dosahované výnosnosti z investovaného kapitálu,
- politika rozdělování zisku (s ohledem na uchování majetkové podstaty podniku),
- ekonomicky efektivní struktura aktiv a pasiv podniku.

Vyjádření dlouhodobého cíle podniku je velmi výstižně obsaženo v následujících vztazích:

$$\frac{\check{Z}}{VK} > r_e \quad (4-1.1)$$

kde: $\check{Z}$ = čistý zisk

VK = vlastní kapitál

r_e = alternativní náklad vlastního kapitálu

$\check{Z}$

----- = výnosnost vlastního kapitálu (ROE)

VK

Rozdíl ($ROE - r_e$) by měl být co největší. Pokud vynásobíme rozdíl kapitálem vloženým vlastníky podniku, dostaneme absolutní částku zvýšení hodnoty vlastnictví - *ekonomickou přidanou hodnotu EVA (Economic Value Added)*:

$$EVA = (ROE - r_e) \cdot VK \quad (4-1.2)$$

Jiným způsobem lze výpočet ekonomické přidané hodnoty vyjádřit následovně:

$$EVA = EBIT (1 - T) - (WACC \cdot C) \quad (4-1.3)$$

kde: EBIT = hospodářský výsledek před odečtením nákladových úroků a před zdaněním

T = sazba daně z příjmu

WACC (Weighted Average Capital Cost) = vážený průměr nákladů kapitálu

C = velikost kapitálu vázaného v podniku (kapitálu nesoucího náklad)

Tento vztah vyjadřuje situaci z pohledu celkového vloženého kapitálu (od všech poskytovatelů kapitálu).

Ukazatel EVA se poprvé objevil v článku Shawn Gullyho „The Real Key to Creating Wealth“ v časopise Fortune v roce 1993, na zkratku EVA má poradenská firma Stern Steward & Co. registrovanou ochranou známku. Podstatou tohoto ukazatele je, že výše ekonomického zisku se značně liší od zisku, který je vykazován v účetnictví. V účetním zisku jsou zachyceny náklady na cizí kapitál, ale ne náklady na vlastní kapitál (akcionáři očekávají a požadují ze svého kapitálu určitý výnos). Ten není určen přesnou mírou, jako je úroková míra, ale musí být odhadnut. Mimo jiné faktory má na něj vliv riziko daného podnikání, výnosnost bezrizikových investic, úroková míra bank, aj.

EVA představuje rozdíl mezi provozním ziskem po zdanění a náklady na použitý kapitál, tj. přebytek zisku po odečtení oportunitních nákladů na dlouhodobě vázaný kapitál. Koncepce EVA v sobě obsahuje to, že cílem podnikání je vytváření ekonomické přidané hodnoty. Ukazatel EVA tedy měří, jak společnost za dané období přispěla svými aktivitami ke zvýšení či snížení hodnoty pro své vlastníky.

Pokud analyzujeme způsob výpočtu ekonomické přidané hodnoty, vidíme *faktory*, které by mohly *pozitivně ovlivnit konkurenceschopnost podniku a tím i růst tržní hodnoty podniku*.

Jsou to:

- *výše provozního zisku a míra jeho zdanění*
- *výše a struktura použitého kapitálu*
- *výše nákladů na podnikový kapitál*

Prvním faktorem je výše provozního zisku. Ta je dána výší tržeb a provozních nákladů. Výše tržeb samozřejmě souvisí s objemem realizované produkce a cenou této produkce, výše nákladů s typem a úrovní výrobního procesu a se schopností efektivně využít výrobní faktory.

Výše použitého kapitálu odpovídá výši podnikového majetku. Tady by nás měl u podniku zajímat poměr vytvořených tržeb a majetku, kterým podnik disponuje. Pokud se využitím majetku nevytváří dostatečný objem tržeb, je neefektivně využíván, může tento fakt nepříznivě ovlivnit výši provozního zisku a současně je vyžadován vysoký kapitál na pokrytí tohoto majetku. U majetku je důležitá jeho struktura. V této úvaze bychom proto měli jít dál a analyzovat kromě obratu aktiv i obraty dílčích složek majetku – fixních aktiv, zásob, pohledávek, výši finančního majetku. Dlouhé doby obratu majetku však obecně s sebou přinášejí vysoké náklady a ušlé zisky. Pokud uvažujeme ve vzorci pro výpočet EVA pouze kapitál, za který se platí, je nutné analyzovat jeho alokaci v majetku. Pokud se jedná o dlouhodobě vázaný kapitál, měl by kryt fixní aktiva a část oběžného majetku (tu část, která je v podniku trvale přítomna). Tím je v podniku vytvořen pracovní kapitál. Nízký pracovní kapitál může vést k potížím s likviditou, příliš vysoké krytí oběžného majetku dlouhodobým kapitálem může být pro podnik drahé.

V oblasti financování oběžného majetku můžeme tedy volit tři základní strategie vzájemně se odlišujících mírou rizika a náklady financování:

- neutrální strategie, kdy trvale přítomný objem oběžného majetku je financován dlouhodobým kapitálem a přechodný objem oběžného majetku je financován krátkodobým cizím kapitálem.
- agresivní strategie - vedle přechodných oběžných prostředků je krátkodobě financována i část trvale přítomného objemu oběžného majetku. Nižší náklady financování jsou však doprovázeny vyšším rizikem insolventnosti.
- konzervativní strategie, která se vyznačuje vyšším použitím dlouhodobých finančních zdrojů, kdy se financuje těmito zdroji i část přechodného oběžného majetku. To však přináší vyšší náklady na financování.

Z jakých zdrojů financování mohou tedy naše podniky vybírat? Variant je mnoho, ne všechny jsou však každému podniku dostupné nebo pro něj vhodné.

Podle toho, odkud finanční prostředky přicházejí, rozlišujeme financování interní (odpisy, nerozdělený zisk, dlouhodobé finanční rezervy) a externí (kmenové akcie, prioritní akcie, podílové listy, dluhopisy, dlouhodobé úvěry dodavatelské, finanční leasing, finanční podpora státu či jiných institucí, ostatní externí zdroje).

Podle vlastnictví rozlišujeme zdroje financování na vlastní, cizí a ostatní. Podíl vlastního a cizího kapitálu určuje kapitálovou strukturu podniku. Vyváženost kapitálové struktury musí být neustálým cílem pozornosti finančního manažera. Jestliže dluh bude mít v kapitálové struktuře příliš velkou váhu, vystavuje se podnik značnému riziku podnikání. Jestliže je dluhový poměr příliš nízký, omezuje se značným způsobem rentabilita podnikání. Je proto potřeba kapitálovou strukturu optimalizovat. Vzhledem ke skutečnosti, že přizpůsobovací proces trvá nějaký čas, však zřejmě nelze zamezit krátkodobému kolísání kapitálové struktury. Mnoho podniků nebere své cíle v kapitálové struktuře vážně. Potřebují-li peníze, tak si je vypůjčí, i když se tím dostanou nad obvyklou „cílovou“ úroveň. Mají-li nějaké peníze navíc, jejich první reakce je splátka dluhů, i když je to přivádí téměř plně k financování vlastním kapitálem. Ačkoli se někdy rozhodnou pro znovuzavedení rovnováhy, jednájí krátkodobě, přestože je na místě permanentní přístup k optimalizaci kapitálové struktury.

Na otázku „Kdy se vyplatí použít jaký zdroj financování?“ neexistuje jednoznačná odpověď. Každý zdroj má své výhody a nevýhody, které mnohdy ani nelze ekonomicky vyčíslit. Zvýšením základního kapitálu kupříkladu podnik může získat nejenom nové finanční zdroje, ale i nové vlastníky, kteří mohou chtít zasahovat do života podniku, ovlivňovat jeho hospodaření a strategii. Vliv těchto zásahů se jen obtížně číselně kvantifikuje.

V každém případě však firma při rozhodování mezi jednotlivými zdroji musí vycházet z následujících faktorů:

- *Velikost finanční potřeby:* pro příliš malé finanční potřeby se jen obtížně získávají cizí zdroje zvláště ve formě úvěru, leasingu nebo dluhopisů, na druhou stranu se pro tyto potřeby nevyplatí ani emise akciového kapitálu. U velkých finančních potřeb většinou není možné financování prostřednictvím směnek, úvěrové financování vyžaduje zpravidla složité zajištění splácení, emise akciového kapitálu nemusí být úspěšně prodána.
- *Účel financování:* podstatným kritériem pro rozhodování je, na co mají být finance použity. Běžné, provozní potřeby se obvykle financují prostřednictvím úvěru, směnek, leasingu, faktoringu. Dále pak použitím nerozděleného zisku, příp. vklady společníků. U rozsáhlých, strategických investic připadá do úvahy zvýšení základního kapitálu, dlouhodobé úvěry, emise dlouhodobých dluhopisů, forfaiting, leasingové financování.
- *Podmínky, za kterých jsou zdroje získány a čerpány:* je nutno se zabývat podmínkami, za kterých lze jednotlivé zdroje získat, administrativou spojenou s jejich získáním - např. při emisi akcií a dluhopisů musí podnik zpracovat prospekt, respektive emisní podmínky, při jednání o získání

úvěru musí firma předložit rozbor své ekonomické situace, atd. Veškeré tyto činnosti jsou spojeny s určitými náklady.

- Dále je třeba se zabývat *podmínkami splácení zdrojů*, zda jsou pevně dané nebo zda se dají upravovat a přizpůsobovat situaci podniku, zda lze měnit splátkové plány, dosáhnout odkladu plateb apod.
- *Rychlost získání zdrojů*: potřebuje-li kupř. podnik rychle peníze, pravděpodobně je nebude získávat emisí akcií na základě výzvy nebo emisí dluhopisů, nemá-li povolení Komise pro cenné papíry.
- *Současná a budoucí kapitálová struktura*: podíly vlastního a cizího kapitálu na celkovém kapitálu by se měly pohybovat v určitých hodnotách. Náklady cizího kapitálu (např. úroky z úvěrů, leasingové splátky apod.) musí totiž firma splácet bez ohledu na svou momentální finanční situaci. Přílišný podíl cizího kapitálu ohrožuje stabilitu firmy. Naopak čím vyšší je podíl vlastního kapitálu, tím je menší závislost podniku na věřitelích. Na druhé straně, pokud podnik dosahuje rentability aktiv větší než je úroková míra dluhu, může zadlužení přispívat ke zvýšení ziskovosti vložených peněz vlastníků.
- *Nákladovost kapitálu*: každý kapitál je získáván s určitým nákladem. Obecně u cizího kapitálu je tímto nákladem úroková míra snížená o daňovou úsporu, u vlastního kapitálu pak podíl vyplacené odměny na výši vkladu společníka. Zpravidla přitom platí, že náklady vlastního kapitálu jsou vyšší než náklady cizího kapitálu. Akcie a jiné formy vlastních vkladů jsou z hlediska investora pokládány za rizikovější než cizí zdroje a akcionáři (společníci) z těchto vkladů tudíž vyžadují vyšší výnosy.

U každého zdroje financování lze s většími nebo menšími obtížemi určit náklady spojené s jeho získáním a užitím. Každý kapitál nese náklad. Z hlediska ekonomického využití této kategorie nás zajímají náklady jednotlivých druhů kapitálu, ale i výše průměrných nákladů kapitálu, které podnik nese a které významným způsobem ovlivňují finanční rozhodnutí. Tady se už dostáváme k problematice dalšího významného faktoru ovlivňujícího výši EVA – k průměrným nákladům kapitálu podniku, resp. alternativnímu nákladu na vlastní kapitál.

Proč je vůbec nutné znát náklady na kapitál, kterým je podnik financován?

Znát náklady kapitálu je důležité při přijímání různých finančních rozhodnutí - jako je například rozhodování o realizaci investičních záměrů, výběru zdrojů financování, oceňování podniku apod. Náklady kapitálu významným způsobem ovlivňují velikost ekonomické přidané hodnoty jako měřítka úspěšnosti podniku. Navíc jsou všechny tyto oblasti finančního řízení velmi úzce propojeny a to právě i cenou kapitálu, kterou podnik za jeho použití pro financování svého majetku platí. Při

řešení konkrétních úloh podle určitých postupů potřebujeme znát buď náklady vlastního kapitálu nebo průměrné náklady na kapitál.

4.2 Specifikace role nákladů kapitálu v rozhodovacích úlohách finančního řízení podniku

Náklady kapitálu podniku jsou ve finančním rozhodování využívány:

- a) pro stanovení diskontní sazby při propočtu efektivnosti investičních projektů,
- b) mohou být použity jako rozhodovací kritérium pro tvorbu optimální kapitálové struktury podniku,
- c) mohou být využity – v podobě mezních průměrných nákladů na kapitál – pro stanovení optimální výše celkových kapitálových výdajů podniku,
- d) používají se v procesu výběru vhodného zdroje financování investičních záměrů pro vyjádření současné hodnoty peněžních toků spojených s financováním projektu,
- e) používají se při stanovení ekonomické přidané hodnoty (EVA),
- f) používají se u některých metod oceňování podniku.

4.2.1 Investiční rozhodování

Náklady kapitálu se projevují v investičním rozhodování buďto přímo jako diskontní míra pro oddiskontování budoucích cash flow plynoucích z investice nebo jako základ pro určení této míry. Abychom mohli současné průměrné náklady na kapitál použít jako diskontní míru, musí platit, že investice má přibližně stejnou strukturu kapitálových zdrojů jako má nyní podnik a potom, že podnikatelské riziko investice je shodné s podnikatelským rizikem podniku.

Při výběru investice se vedle jiných metod používá především metoda čisté současné hodnoty (NPV). Metoda čisté současné hodnoty je ve finanční teorii považována za nejvhodnější způsob ekonomického vyhodnocování investičních projektů. Respektuje faktor času, za efekt investice považuje celý peněžní příjem nikoliv účetní zisk, bere v úvahu příjmy po celou dobu životnosti investice. Způsob výpočtu čisté současné hodnoty je následující:

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+i)^t} - K \quad (4-2.1)$$

kde: CF_t = cash flow z investice v jednotlivých letech životnosti investice

i = diskontní míra

n = počet let životnosti investice

K = kapitálový výdaj na investici

Čistá současná hodnota je vedle výše kapitálového výdaje ovlivněna dvěma faktory – budoucími cash flow investice a použitou diskontní mírou. Existují potom dva základní způsoby, jak přistupovat k zahrnutí rizika do výpočtu čisté současné hodnoty. První způsob pracuje s ekvivalentními hodnotami cash flow za předpokladu jistoty, kdy tyto odhadnuté hotovostní toky jsou diskontovány pomocí bezrizikové úrokové sazby. Riziko už bylo zahrnuto do hledání ekvivalentní hodnoty cash flow za předpokladu jistoty. Druhý způsob pracuje se zahrnutím rizika do diskontní sazby (v praxi častější způsob). Diskontní sazbu je potom možné určit použitím nákladů na kapitál. Vyšší náklady kapitálu znamenají nižší současnou hodnotu investice. Z toho plyne, že podniky s vyššími náklady kapitálu mají horší pozici při výběru investic a mohou zamítnout realizaci investice, která by byla při nižších nákladech kapitálu efektivní. Pokud podnik nesprávně odhadne své náklady kapitálu, může přijmout nesprávné rozhodnutí, což může vzhledem k velikosti investice přinést podniku významné škody projevující se v poměrně dlouhém časovém období. Kvantifikace diskontní míry (nákladů na kapitál) ovšem patří k složitým otázkám finančního řízení a bude jí věnována kapitola 4.3.

Někdy se v praxi argumentuje tím, že v situaci, kdy porovnáváme efektivnost dvou nebo více projektů, nezáleží na výši použité diskontní sazby, pokud je pro hodnocení všech variant použita stejná výše diskontní sazby. Tento argument se může ukázat jako lichý – projekty jednak nemusí nést stejné riziko a jednak, pokud byla výše diskontní sazby zvolena bez podrobnější analýzy, nemusí odpovídat nákladům obětované příležitosti. Výsledkem takového postupu může být potom přijetí nákladného investičního projektu, aniž by jeho realizací vlastníci získali adekvátní odměnu.

V praxi může dojít k tomu, že při vyšších kapitálových výdajích na investice se mění i náklady na kapitál. K optimální výši kapitálových výdajů podniku dochází tehdy, když využijeme všechny dostupné investice, jejichž výnosnost je vyšší než jsou mezní průměrné náklady kapitálu.

Při hodnocení efektivnosti investic se při kvantifikaci hotovostních toků z investice doporučuje nebrat v úvahu výši úroků, které by podnik platil v případě financování pomocí úročených cizích zdrojů (např. Brealey, 1992, Valach, 1997, Levy-Sarnat, 1999 a další). Argumentují dvěma důvody:

- jsou-li úroky součástí výdajů a snižují očekávané hotovostní toky, dochází k jejich dvojímu zohlednění, protože proces diskontování bere již úrokový výdaj v úvahu. Úrok potom snižuje čistou současnou hodnotu projektu tím, že snižuje hotovostní toky, které jsou dále sníženy jejich odúročením na jejich současnou hodnotu.
- investiční a finanční rozhodnutí podniku by měla být vzájemně nezávislá – každý projekt je třeba hodnotit tak, jako by byl financován stejnou relací různého druhu kapitálu, jako je relace kapitálu

celého podniku. To ve svém důsledku znamená, že každý projekt by měl být hodnocen nikoli pomocí individuálních průměrných nákladů kapitálu projektu, ale pomocí celkových průměrných nákladů kapitálu podniku.

Úvaha o financování projektu je totiž zahrnuta do výše diskontní sazby, ve které se promítá i finanční riziko související s kapitálovou strukturou. Myslím si však, že pokud podnik přijetím rozhodnutí o realizaci investice mění výrazněji podíl cizích a vlastních zdrojů, je nutné zjistit hodnotu nákladů na kapitál za těchto změněných podmínek. Současně je potřebné zvažovat i další rizika projektu. Pokud se totiž rizikový profil jednotlivého projektu liší od rizikového profilu podniku, je nutné přizpůsobit požadovanou diskontní míru této odchylce.

Problémem, který vzniká ignorováním způsobu financování projektu, je otázka daňových úspor, vznikajících v souvislosti se zapojením cizího kapitálu. Valach (2000) navrhuje dva způsoby, které tento problém mohou odstranit:

- pomocí tzv. upravené čisté současné hodnoty. Upravená čistá současná hodnota je základní čistá současná hodnota odvozena za předpokladu, že projekt je financován výhradně pomocí vlastního kapitálu a hotovostní toky aktualizovány pomocí nákladu vlastního kapitálu, zvýšená o současnou hodnotu úrokového daňového štítu, který vzniká financováním cizím kapitálem.
- pomocí úpravy diskontní sazby (upraveného alternativního nákladu kapitálu), která odráží úrokový daňový štít. V důsledku toho je upravená diskontní sazba nižší než původní. Hotovostní toky nezohledňující úrokový daňový štít se aktualizují pomocí nižší sazby a čistá současná hodnota se zvýší.

4.2.2 Kapitálová struktura

Kapitálová struktura podniku bývá definována mnoha způsoby:

Brealey a Myers (1998) ji definuje jako směsici různých cenných papírů firmy. Valach (1997) ji definuje jako strukturu dlouhodobého kapitálu podniku k určitému okamžiku. Levy a Sarnat (1999) mluví v souvislosti s kapitálovou strukturou o kombinaci dluhu a vlastního kapitálu (neupřesňují jakého dluhu). Neumaierová (1998) používá ve svých úvahách o působení finanční páky pojem úplatný kapitál (tj. vlastní kapitál + bankovní úvěry + obligace). Někdy se v odborné literatuře pojem kapitálová struktura zaměňuje s pojmem finanční struktura podniku. Finanční struktura však obvykle představuje strukturu všech pasiv podniku.

Za optimální kapitálovou strukturu se považuje takový podíl dluhu a vlastního kapitálu, při kterém jsou průměrné náklady na kapitál minimální. Ovšem zjišťování minima funkce závislosti průměrných nákladů na kapitál (WACC) na poměru dluhu a vlastního jmění je náročné a často v praxi

problematické. Je proto užitečné mít představu o minimální výši zisku před odečtením úroků a zdaněním (EBIT), který podnik musí využitím svého majetku zajistit, aby se začalo vyplácet půjčit si na pořízení majetku úročené cizí zdroje. Neúročená pasiva, jako např. závazky z obchodního styku, jsou z úvah o optimální kapitálové struktuře vyloučena, i když mají hodnotu kapitálu právě tak jako ostatní formy dluhu. Tento náklad je však započítán v ceně placené za zboží, které vytváří závazek.

V praxi je ovšem možné předpokládat, že náklady úročeného cizího kapitálu se zvyšujícím se zadlužením budou stoupat, což souvisí s obavami věřitelů z případného nesplácení dluhů. Náklady vlastního kapitálu také stoupají v závislosti na míře zadluženosti. V důsledku vyšší zadluženosti stoupá riziko vlastníků, projevující se ve zvýšeném požadavku na výnosnost jejich majetku a tím i v rostoucích nákladech na vlastní kapitál. Ty při vyšší zadluženosti rostou dokonce rychleji, než náklady dluhu (vlastníci nesou větší riziko – v případě likvidace podniku jsou uspokojeni až poslední v pořadí). Změny poměru dluhu a vlastního kapitálu mají proto vliv na náklady na jednotlivé zdroje kapitálu.

Modigliani a Miller (M-M) (1958) však ve své práci učinili závěr, že s rostoucím zadlužením náklady dluhu zůstávají stejné, náklady vlastního kapitálu rostou a náklady průměrného kapitálu se nemění. Finanční praxe však toto tvrzení neakceptovala. To proto, že v úvahu nejsou brány dva podstatné faktory: vliv daní ze zisku a vliv nákladů finanční tísně.

M-M sami později uznali, že daně mají vliv na kapitálovou strukturu (Modigliani-Miller, 1963), což je způsobeno tím, že úroky z dluhů nepůsobí na podnik ve své plné výši, ale snížené o vliv daní. Průměrné náklady kapitálu v důsledku úrokového daňového štítu klesají se stupněm zadlužení a tedy tržní hodnota firmy roste.

Podle tohoto přístupu by pro podnik bylo nejvhodnější co nejvyšší zadlužení, protože při něm průměrné náklady kapitálu jsou nejmenší a tržní hodnota firmy maximální.

Modigliani a Miller došli k závěru, že rentabilita vlastního kapitálu je přímo úměrná poměru dluhu (D) k vlastnímu kapitálu (VK), tj. *finanční páce*. Toto tvrzení lze vyjádřit rovnicí:

$$ROE = ROA + \frac{D}{VK} (ROA - i) \quad (4-2.2)$$

kde: ROE = rentabilita vlastního kapitálu

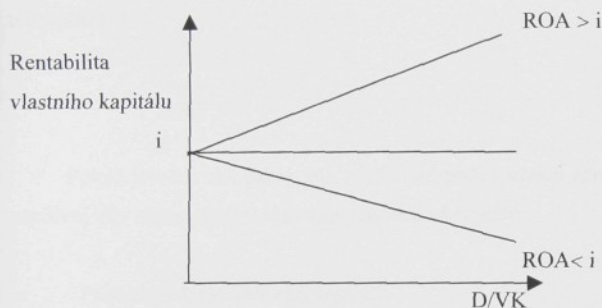
ROA = rentabilita celkového kapitálu (EBIT/úplatný kapitál)

i = úroková míra dluhu

Pročže působení finanční páky měříme dopadem do rentability vlastního kapitálu, je přesnější vycházet z čistého zisku, a tedy vzít v úvahu i působení sazby daně z příjmů (T). Proto celkový důsledek působení finanční páky na rentabilitu vlastního kapitálu (ROE) vyjadřuje vztah:

$$ROE = [ROA + \frac{D}{VK} (ROA - i)] (1 - T) \quad (4-2.3)$$

Finanční páka nemusí působit jen kladně (obr. 4-2.1). To platí pouze v případě, že rentabilita celkového vloženého kapitálu (ROA) je vyšší než úroková sazba z cizího kapitálu (i). V opačném případě, bude-li průměrná úroková míra z cizích zdrojů vyšší než rentabilita celkového kapitálu, hovoříme o negativním působení finanční páky.



Obrázek 4-2.1: Závislost vývoje rentability vlastního kapitálu na rentabilitě vloženého kapitálu a úrokové míře dluhu

Rentabilitu vlastního kapitálu ovlivňuje pochopitelně více činitelů, pro vysvětlení lze použít následující vztah:

$$ROE = \frac{EBIT}{T} \times \frac{T}{A} \times \frac{EBT}{EBIT} \times \frac{A}{VK} \times \frac{\check{Z}}{EBT} \quad (4-2.4)$$

kde: EBIT = zisk před odečtením úroků a zdaněním

EBT = zisk před zdaněním

ČZ = čistý zisk

$EBIT / T$ = provozní ziskovost tržeb

T / A = obrát celkových aktiv

$EBT / EBIT$ = úroková redukce zisku

A / VK = finanční páka

$\check{Z} / EBT$ = daňová redukce zisku

Vliv zadluženosti na rentabilitu vlastního kapitálu vyjadřují dva z výše uvedených faktorů, úroková redukce zisku a tzv. finanční páka, přičemž tyto dva faktory působí protichůdně. Zvýšení podílu cizích zdrojů, tedy zadluženosti, které se projeví v růstu ukazatele finanční páky, má podle tohoto vztahu pozitivní vliv na rentabilitu vlastního kapitálu. Z jiného pohledu má však zvýšení podílu cizích zdrojů vliv na zvýšení úroků, které pak snižují podíl zisku plynoucího investorům a způsobuje pokles ukazatele úrokové redukce zisku a tím i rentability vlastního kapitálu.

Společný vliv obou faktorů (úrokové redukce zisku a finanční páky) lze vyjádřit jejich součinem, který se nazývá ziskový účinek finanční páky nebo multiplikátor jmění akcionářů (equity multiplier).

$$\frac{EBT}{EBIT} \times \frac{A}{VK} \quad (4-2.5)$$

Pokud je větší než jedna, pak zvyšování podílu cizích zdrojů ve finanční struktuře podniku má pozitivní vliv na rentabilitu vlastního kapitálu akcionářů.

Proč podnik využívá cizí kapitál?

- Podnikatel nedisponuje dostatečně velkým vlastním kapitálem nezbytným k fungování podniku.
- Použitím cizího kapitálu nevznikají jeho poskytovateli žádná práva v přímém řízení podniku, zatímco přibírání nových společníků rozředí jeho vlastní kapitál a tím i řídicí pravomoci.
- Využívání daňového štítu. Úrok jako součást nákladů snižuje zisk, ze kterého se platí daně. Daňový štít působí jen tehdy, dosahuje-li podnik zisku.

Model kapitálové struktury M-M (1963) ukázal, že hodnota podniku roste s růstem poměru D/VK díky efektu daňového štítu. Rozšíření tohoto modelu přinesli další ekonomové (Kraus-Litzenberger, 1973, Jensen - Meckling, 1976, DeAngelo - Masulis, 1980, Kim 1982, Ross, 1985, Leland, 1994). Argumentovali, že zvýšení D/VK vede ke zvýšení nákladů souvisejících se zadlužením, a tím k zastavení růstu hodnoty firmy. Finanční manažeři tak musí uvažovat o poměru dluhů k vlastnímu kapitálu jako o kompromisu mezi úrokovým daňovým štítem a tzv. náklady finanční tísně. Ekonomové diskutují o významnosti úrokového daňového štítu a hodnotí, jaké finanční potíže jsou nejvíce nebezpečné. Na základě této *kompromisní teorie kapitálové struktury* (Brealey - Myers, 1992) je možné říci, že podniky s bezpečnými hmotnými aktivy a velkým zdanitelným ziskem by měly mít vysoké dluhové poměry. Podniky s nízkým ziskem a s rizikovými, nehmotnými aktivy by se měly spoléhat hlavně na vlastní financování.

Studie však ukazují, že nejziskovější podniky si obvykle půjčují nejméně. Zde kompromisní teorie selhává. Problém se snaží vysvětlit *teorie hierarchického pořádku* (pecking order theory) (Myers, 1984), vycházející z teorie asymetrických informací. Tato teorie říká, že méně ziskové podniky se zadlužují, protože nemají dostatek interních zdrojů pro pokrytí svých investičních záměrů a protože dluhové financování je na prvním místě hierarchického pořádku ve vztahu k externímu financování.

Nejen na základě zde uvedených teorií je jasné, že pro rozhodnutí o kapitálové struktuře neexistuje jednoduchá odpověď. O kapitálové struktuře se podle Brealeyho a Myerse (1992) doporučuje uvažovat ve čtyřech dimenzích: *daně, riziko, typ aktiv, finanční volnost*.

MacKie-Mason na základě své studie (1990) potvrzuje, že při výběru zdroje financování hraje velkou roli fakt, *kdo* finanční zdroje poskytuje. Podniky preferují získání zdrojů od investorů, kteří jsou lépe informováni a proto nepožadují zvláštní prémii za poskytnutí svých peněz. Investoři, kteří věří na základě svých informací v dobrý vývoj podniku, poskytují levnější zdroje (teorie asymetrických informací). Na rozdíl od klasické teorie výběru zdroje financování na základě finanční páky MacKie-Mason předpokládá, že podniky si volí zdroje financování na základě výběru mezi „soukromými“ a „veřejnými“ zdroji.

Podle teorie autorů Neumaierová - Neumaier (2000), Neumaierová (1998) má podnik optimální zadluženost v případě, kdy rentabilita vlastního kapitálu je maximální.

Teorie vychází z těchto vztahů:

$$\frac{EBIT}{aktiva} = \frac{zisk}{aktiva} + \frac{úroky}{aktiva}$$

$$\frac{zisk}{aktiva} = \frac{čistý\ zisk}{vlastní\ jmění} \times \frac{vlastní\ jmění}{aktiva} / \frac{čistý\ zisk}{zisk}$$

$$\frac{úroky}{aktiva} = \frac{úroky}{bank.\ úvěry + obligace} \times \frac{bank.\ úvěry + obligace}{bank.\ úvěry + obligace + neúplat.cizí\ zdroje} \times \frac{bank.\ úvěry + obligace + neúplat.cizí\ zdroje}{aktiva}$$

Z výše uvedených rovnic lze vyjádřit ROE jako funkci:

$$y = \frac{a}{x} \times (b - c(1 - x - d)) \quad (4-2.6)$$

y = čistý zisk / vlastní kapitál

x = vlastní kapitál / aktiva

a = čistý zisk / zisk

b = EBIT / aktiva

c = úroky / (bank. úvěry + obligace)

d = neúročené závazky / aktiva

Autoři získali rovnici vyjadřující vztah mezi ROE (závisle proměnná y) a nezávisle proměnnou x , která reprezentuje zadluženost. Proměnné a , b , c považují za konstanty. Také proměnnou d považují autoři za konstantu, protože zde jde většinou o závazky z obchodního styku.

Optimální zadluženost, tj. maximální výnosnost vlastního kapitálu, bude dosažena v extrému funkce $y = a / x * b - c(1 - x - d)$, tj. v případě, kdy derivace funkce bude rovna nule. Po derivaci funkce

$$y' = \frac{a}{x^2} \times (c \times (1 - d) - b) \quad (4-2.7)$$

je možné odvodit následující:

1. Pokud platí $b > c * (1 - d)$, vyplatí se zadlužovat - maximální ROE je při nekonečně malém vlastním kapitálu.
2. Pokud platí $b = c * (1 - d)$, je funkce ROE konstantní, tzn. že ROE v tomto případě nezávisí na zadluženosti.
3. Pokud platí $b < c * (1 - d)$, nevyplatí se zadlužovat.

Lze tedy vyvodit jeden důležitý závěr: zadlužovat by se měl pouze podnik, pro který platí:

$$\frac{EBIT}{aktiva} > \frac{úroky}{bank.úvěry + obligace} \times \frac{vlastní kapitál + bank.úvěry + obligace}{aktiva} \quad (4-2.8)$$

Výsledek je v souladu s teorií Modiglianiho a Millera.

To je však pouze výchozí úvaha pro optimální zadluženost. Je třeba vzít v úvahu, že ve skutečnosti není úroková míra konstantní, ale je závislá především na bonitě klienta, resp. jeho rizikovosti. Rizikovost klienta roste s jeho zadlužeností. Proto úrokovou míru je možné vyjádřit jako funkci vztahu (vlastní kapitál/aktiva). Lze předpokládat, že s klesající hodnotou ukazatele (vlastní kapitál/aktiva) poroste cena cizího kapitálu. Proměnnou c lze nahradit funkcí $c = g(x)$:

$$y = a / x^2 * [x^2 * g'(x) - b - (x * g'(x) - g(x)) * (1 - d)] \quad (4-2.9)$$

Tato rovnice umožňuje vypočítat optimální zadluženost pro dané podmínky. Optimální zadluženost nastane v případě, kdy $y = 0$, pokud derivace rovna nule existuje.

V rámci teoretických předpokladů volby mezi dluhem a vlastním kapitálem je důležitý signalizační efekt těchto rozhodnutí (Bradley-Jarrell-Kim, 1984, Blake, 1995 aj.). Dluh znamená pro podnik vyplácet obvykle stálé platby v průběhu doby splatnosti. V případě, že se tyto platby neuskuteční, znamená to, že podnik má finanční těžkosti. Vlastní kapitál je „shovívavější“. Proto vysoký podíl dluhu v kapitálové struktuře může sloužit jako signál o budoucích vysokých peněžních tocích. Ross (1977) ve své práci ukazuje, že růst zadlužení vytváří pozitivní zprávu ohledně možnosti firmy obsloužit větší dluh. Podobně může být argumentováno, že pokles zadlužení signalizuje negativní zprávy. Fama (1985) a Johnson (1997) poukazují na to, že firmy, které dostaly od bank další úvěry, tímto signalizují pozitivní zprávy. To proto, že bankéři mají přístup k soukromým informacím a neschválili by půjčku, pokud by se vyskytla špatná zpráva v procesu úvěrování. Banka sbírá o podniku informace před půjčkou i po ní a tím se redukuje asymetrické informace a agenturní náklady (Fama, 1985). James (1987) ukázal, že bankovní půjčka zvyšuje hodnotu firmy na rozdíl od jiných druhů dluhu nebo akcií. Tento efekt je ještě větší u menších firem, které čelí většímu problému asymetrických informací.

Banky mohou požadovat vyšší úrok, než jsou úroky u jiného typu dluhu, protože jejich nároky jsou relativně nelikvidní a musí pokrýt náklady související s bankovní regulací.

Majful (1984), Lucas a McDonald (1990) tvrdí, že trh se bojí nadhodnocení akcií při jejich nové emisi. Negativní signály pro vnější investory jsou oslabeny v případě, že se redukuje informační výhoda insiderů. Modely asymetrických informací (signalizační) ukazují na odlišnou úroveň informovanosti insiderů a outsiderů – a změna dluhového poměru v sobě obsahuje informaci o hodnotě akcie. Např. Leland-Pyle (1977) argumentují, že nabídka cenných papírů vede k výnosům z akcií pozitivně korelovaných k očekávaným změnám ve vlastnických proporcích.

Výzkum ukázal, že odvětvové D/VK průměry jsou možností aproximace optimálního poměru D/VK. Např. Bowen – Daley - Huber (1982) objevili, že odvětvové průměry zadlužení jsou v čase stabilní a podniky mají sklon přibližovat se těmto poměrům, jako kdyby byly optimální. Tito ekonomové navrhuji odvětvový poměr účetní hodnoty dluhu k tržní hodnotě vlastního kapitálu jako platné měřítko pro optimální zadlužení. Např. Billingsley – Smith – Lamy (1997) ukazují, že zvyšování základního kapitálu i dluhu simultánně vede k většímu výnosu akcií u podniků než u těch, které zvyšují jenom základní kapitál nebo zvyšují jenom dluh. Tak totiž mohou spíše dosáhnout

odvětvový poměr D/VK, který se jeví jako optimální. Odvětvové poměry D/VK mohou být užitečné v empirických testech jako benchmark k predikci vývoje ceny akcií.

Hull (1999) na základě svého výzkumu zjistil, že cena akcie je ovlivněna tím, že firma mění stupeň zadlužení vzhledem k průměru v odvětví. Podle něj jsou výnosy akcií u podniků s odlišnými hodnotami nižší než výnosy podniků, kterých poměr dluhu a vlastního kapitálu je bližší k normě v odvětví.

Vogt (1997) analyzuje ve své práci roli hotovostních toků pro vysvětlení jednak rozhodnutí o zdroji financování a jednak cenové odpovědi na vyhlášení těchto rozhodnutí. Říká, že úroveň kapitálových výdajů je silně a pozitivně korelovaná s úrovní cash flow (pecking-order theory), vliv úrovně cash flow na kapitálové výdaje stoupá s poklesem velikosti firmy a s růstem insider ownership. Pozitivní výnosy spojené s oznámením kapitálových výdajů jsou spojeny s podniky, které mají nízké krytí cash flow (cash flow coverage) a nízká aktiva.

V této souvislosti je nezbytné zmínit i signalizační efekt dividendy (dividenda jako odměna za použití vlastního kapitálu). Výsledky práce Kocha a Shenoye (1999) i dalších ekonomů ukazují, že dividendová politika a politika kapitálové struktury podává prediktivní informaci o budoucím cash flow. Zvýšením dividendy mohou podniky signalizovat nastávající skok v cash flow.

Holder – Langrehr – Hexter (1998) se zabývají vztahem dividendového a investičního rozhodnutí podniku. Výsledky jejich práce říkají, že podniky zaměřené na výrobu menšího počtu výrobků mají tendenci k nízkému výplatnímu poměru, současně platí, že větší podniky mají vyšší výplatní poměr než malé podniky. Čím je v podniku větší stupeň insider ownership, tím nižší výplatní poměr, čím vyšší volné cash flow, tím vyšší výplatní poměr. Také ve své práci dokazují, že výplatní poměr je nižší u podniků, které mají vyšší standardní odchylku výnosnosti a u firem s vyšším růstem prodeje. Neinvestiční stakeholdeři vstupují do dividendového rozhodování prostřednictvím implicitních nároků. Hodnota implicitních nároků ovlivňuje cenu výrobků, které podnik prodává.

Jensen (1986) říká, že financování projektů interními zdroji umožňuje obcházet monitoring finančních trhů a také externí zdroje mohou být nedostupné nebo za vysokou cenu. (Současně je všechno pod kontrolou manažerů). Manažeri mají pobídky k růstu jejich firmy za optimální velikost. Monitoring je nutný zejména v případě, že aktivity firmy jsou na trzích bez velké konkurence. Pokud je v podniku k dispozici vysoká hotovost, může dojít ke konfliktu zájmů manažerů a vlastníků. Mohou být vyplaceny dividendy nebo zpětně odkoupeny akcie nebo se peníze mohou investovat. Investice mohou mít ovšem nízkou návratnost nebo mohou být ztrátové, manažeri ale mohou argumentovat příštím zvýšením dividend. To ovšem v budoucnu nemusí nastat. Vytvořením dluhu

místo použití akciového kapitálu se manažeři zavazují splácet splátky a úroky. To znamená, že musí plnit své sliby ohledně budoucího vytvoření dostatečného cash flow. Dluh tak snižuje agenturní náklady volných hotovostních toků. Tento efekt je důležitou determinantou kapitálové struktury.

Hypotéza, že zvýšení dluhu má vždy pozitivní kontrolní funkci, nemusí být tak významná u podniků rychle rostoucích s velkými a vysoce ziskovými projekty, ale s podstatě žádným cash flow. Naopak má význam u podniků, které vytvářejí velké hotovostní toky, ale mají malé růstové příležitosti.

Použitý kapitál pro financování majetku by měl odpovídat stupni likvidity jednotlivých druhů majetku. Rychle převoditelná aktiva (zejména některé druhy oběžného majetku) je možné krýt krátkodobými závazky, naopak dlouhodobá aktiva (zejména fixní majetek a trvale přítomnou část OM) je účelné financovat dlouhodobým kapitálem, vlastním nebo cizím. Při tom se v posledním období stále více prosazuje zásada, že vlastní kapitál by měl krýt jen ta dlouhodobá aktiva, která jsou typická pro podnik, ostatní dlouhodobá aktiva mohou být kryta z cizího kapitálu, leasingem apod., protože jsou lépe prodejná než speciální stroje a zařízení.

Průměrné náklady kapitálu jsou tedy výchozím, ale nikoliv jediným činitelem, který rozhoduje o volbě optimální kapitálové struktury. Při praktickém rozhodování o složení kapitálu působí proto na volbu kapitálové struktury ještě další faktory, zejména:

- majetková struktura podniku,
- odvětvové standardy,
- požadavky věřitelů a jejich informovanost,
- postoje manažerů k riziku,
- snaha o udržení kontroly nad činností podniku,
- velikost a stabilita realizovaného zisku a hotovostních toků podniku,
- dostupnost jednotlivých zdrojů.

Všechny tyto další faktory, které ovlivní rozhodnutí o kapitálové struktuře, také rozhodují o velikosti nákladů na podnikový kapitál, který podnik může získat.

4.2.3 Stanovení optimální výše celkových kapitálových výdajů podniku

Často se v rámci úvah o průměrných nákladech na podnikový kapitál zapomíná na to, že náklady jednotlivých druhů kapitálu a tím i průměrné náklady na kapitál se mění v souvislosti s výší kapitálu. Ve skutečnosti dochází k tomu, že růst kapitálu si vynutí i růst nákladů jednotlivých druhů kapitálu. Je to způsobeno např. tím, že při zvýšení výše úvěrového zatížení podniku požadují věřitelé

vyšší úrok. V důsledku toho rostou průměrné náklady na kapitál. Proto je potřeba stanovit průměrné náklady na kapitál pro různou výši kapitálu s přihlédnutím k růstu nákladu kapitálu. Náklady přírůstku kapitálu podniku nazýváme mezní průměrné náklady kapitálu. Ty potom slouží ke stanovení optimální výše všech kapitálových výdajů podniku. To znamená, že určují hranici, které projekty ještě přijímat a které vyloučit. Optimální výše kapitálových výdajů podniku představuje souhrn kapitálových výdajů těch investičních akcí, jejichž očekávaná výnosnost přesahuje mezní průměrné náklady kapitálu.

4.2.4 Výběr zdroje financování investičních záměrů

Vzhledem k tomu, že u investičních záměrů je předpoklad financování dlouhodobým kapitálem, je při posouzení výhodnosti jednotlivých zdrojů financování užitečné vzít kromě jiných faktorů v úvahu i časovou hodnotu peněžních toků, které jsou poskytovateli kapitálu placeny. To předpokládá určit diskontní míru, kterou peněžní toky diskontujeme. Při financování cizím kapitálem je možné zvolit jako diskontní míru vlastní úrokovou sazbu (příp. úrokovou sazbu sníženou o daňovou úsporu), při financování vlastním kapitálem je možné použít alternativní náklad na kapitál.

4.2.5 Hodnocení činnosti podniku

Ukazatel EVA slouží vedení společnosti ke zhodnocení činnosti podniku. Říká mu, jestli je podnik úspěšný či není. Vztah 4-1.2 lze také vyjádřit tímto způsobem:

$$EVA = \dot{CZ} - r_e * VK \quad (4-2.10)$$

Nebo-li platí, že podnik jehož rentabilita vlastního kapitálu je větší než alternativní náklad vlastníků, tvoří pro vlastníky hodnotu.

To, že podnik dosahuje zisku, ještě nemusí znamenat, že je úspěšný. Důležité také je, „za jakou cenu“ tohoto zisku dosáhl. Ukazatel $r_e * VJ$ je tedy tou „cenou“, za kterou byl daný zisk dosažen. Proto podniky s vyššími náklady na vlastní kapitál musí dosahovat vyšších zisků, aby byly úspěšné.

Ukazatel ekonomické přidané hodnoty dokáže synteticky propojit všechny předešlé úvahy. Potřebného zisku je totiž možno dosáhnout pouze dobrou strukturou a přiměřenou výši majetku (samozřejmě odvíjejícího se od možnosti uplatnění podnikové produkce na trhu). S tím ovšem souvisí efektivní investování do projektů s požadovanou výnosností. Tyto projekty musí být financovány tím způsobem, aby cena těchto zdrojů nepřekročila efekty investování.

Z výše uvedeného vyplývá nutnost věnovat pozornost problematice vyčíslování nákladů na kapitál.

4.2.6 Oceňování podniku

Stanovení hodnoty podniku má v praxi vždy konkrétní cíl, na jehož základě se volí do jisté míry i metoda oceňování. Používá se více metod. Jejich použití je omezeno dostupností požadovaných informací a větší nebo menší obtížností postupů. Podrobněji se oceňováním podniků zabývá například Copeland – Koller – Murrin (1991), Mařík (1998), Neumaierová (1998), Pavelková (1996, 1998), Kislingerová (1999) a další.

Ať už zvolíme přístup i metody ocenění jakékoliv, lze na základě teoretických východisek i praktických zkušeností doporučit tento postup pro oceňování podniku:

1. Provést souhrnné hodnocení podniku - jeho činnosti i okolí. Výsledkem souhrnného hodnocení je odhad potenciálu oceňovaného podniku a trhu, na kterém tento podnik působí.
2. Zpracovat finanční analýzu vývoje a současného stavu hospodaření podniku.
3. Použít některou z metod pro vlastní výpočet hodnoty podniku.

V této práci se zastavíme u metod využívajících nákladů kapitálu.

Náklady kapitálu se využívají ve výnosových metodách oceňování podniku jako diskontní míra pro oddiskontování budoucích peněžních toků z plánované činnosti podniku. Hodnota dnes se vždy rovná budoucímu peněžnímu toku diskontovanému alternativním nákladem. Problémem je definovat, co se pod pojmem peněžní tok skrývá, odhadnout výši těchto toků v budoucnu a stanovit diskontní sazbu (kalkulační úrokovou míru). Použitá míra diskontování by měla odrážet náklady příležitosti těch, kdo poskytují kapitál.

V praxi se můžeme setkat s několika modely diskontovaných peněžních toků (DCF). Jejich společným a jednotícím znakem je, že hodnotu podniku odvozují od budoucích peněžních toků, které se převádějí, z pohledu investora, na současnou hodnotu.

K diverzifikaci modelů DCF můžeme přistupovat z několika hledisek, a to:

1. **z pohledu peněžního toku**, tj. pro koho je peněžní tok určen, rozlišujeme modely založené na oddiskontování:
 - *FCFF* (free cash flow to firm - volného cash flow firmy)
 - *FCFE* (free cash flow to equity - volného cash flow pro akcionáře)
 - *budoucích dividend* (model DDM – Dividend Discount Model)
 - *budoucí hodnoty EVA* (Economic Value Added – ekonomická přidaná hodnota)
2. **z pohledu očekávaného růstu** podniku se jedná o:
 - *nulový růst*
 - *stabilní růst*
 - *dvoufázový nebo třífázový propočet*

Pokud vycházíme u zjišťování hodnoty např. z očekávaných vyplacených dividend, používáme jako diskontní míru náklady na vlastní kapitál. V případě použití volného cash flow je potřebné zohlednit i náklady na cizí kapitál, protože volné cash flow v sobě obsahuje toky peněz pro všechny investory (jako diskontní sazbu je potřebné použít průměrných nákladů na kapitál). Výběr peněžního toku se promítá ve vypovídací schopnosti výsledné hodnoty. Jde o to, že pomocí metody FCFF a EVA získáme hodnotu podniku jako celku, zatímco když zvolíme metodu FCFE nebo DDM, získáme tržní hodnotu vlastního kapitálu. Je nutné správně vymezit pojem volné cash flow. Můžeme jej definovat jako tok mezi podnikem a poskytovateli kapitálu, takže volné cash flow je výslednicí:

- toků mezi podnikem a poskytovateli vlastního kapitálu:
 - + dividendy
 - navýšení základního kapitálu
 - ážio
 - + snížení základního kapitálu (formou vyplacení)
- toků mezi podnikem a poskytovateli úplatného cizího kapitálu (věřiteli)
 - + nákladové úroky $\times (1 - \text{sazba daně z příjmu})$
 - + splátky bankovních úvěrů a obligací
 - nové bankovní úvěry a obligace.

(Neumaierová, 1998)

Nebo je možné použít tento postup:

Tržby
- provozní náklady (bez nákladových úroků)
Provozní zisk
- daň z provozního zisku
EBIT po zdanění
+ odpisy
Cash flow z provozních operací
- změna pracovního kapitálu
- investice (trvalé kapitálové výdaje)
FCFF (free cash flow to firm = volné CF)

Tabulka 4-2.1 Výpočet volného cash flow podniku

K určení volného peněžního toku firmy potřebujeme mít k dispozici výsledky strategického ocenění, finanční analýzy a zdůvodněný kompletní finanční plán. Pro určení hodnoty FCFF (volné cash flow firmy) potřebujeme zjistit, kolik peněz je možno vzít z podniku, aniž bude narušen jeho předpokládaný vývoj. Nebo-li, potřebujeme zjistit peněžní tok, z něhož budou, po zajištění rozvoje a dalšího fungování podniku (investice a změna pracovního kapitálu), uspokojeny nároky akcionářů a věřitelů (Kislingarová, 1998).

Důvodů, proč se počítá celý čistý peněžní tok pro vlastníky a proč nestačí používat pouze čistý zisk, je několik. Z těch hlavních jmenujme velkou citlivost výše čistého zisku na používané účetní metody. V praxi to znamená, že výše čistého zisku se dá ovlivňovat například metodami odepisování, oceňováním majetkových částí, zejména oběžných aktiv, svou roli sehrává i vytváření opravných položek a rezerv. Navíc čistý zisk se velmi rychle mění v důsledku mimořádných událostí. V případě, že podnik očekává v budoucnu trvale kladné hodnoty volného cash flow pro akcionáře, může to být signál pro založení dividendové politiky.

Dividendové diskontní modely se používají například tam, kde velikost volného cash flow pro akcionáře se blíží velikosti vypláceným dividendám. Jejich výhodou v těchto případech je, že údaje se získávají snadněji než u modelu FCFE a přitom výsledky jsou přibližně shodné.

Stanovení odpovídající kalkulační úrokové míry (diskontní sazby) pro kapitalizaci patří spolu s prognózou budoucích výsledků hospodaření k nejdůležitějším faktorům, které mají vliv na objektivnost ocenění podniku na bázi výnosů. Tuto míru lze opět stanovit na bázi váženého průměrného nákladu na kapitál podniku.

Nejdůležitější obecnou zásadou, kterou je potřeba respektovat při výpočtu váženého průměrného nákladu kapitálu, je to, že musí být shodný s celkovým přístupem k oceňování a s definicí příjmu, který se má diskontovat. Proto musí:

- zahrnovat vážený průměr hodnoty všech zdrojů kapitálu, neboť disponibilní peněžní příjem představuje hotové peníze, dostupné všem poskytovatelům kapitálu
- být počítán po celkovém zdanění, neboť disponibilní peněžní příjem se uvádí po zdanění
- používat nominální míry návratnosti, tvořené z reálných měr a očekávané inflace, pokud očekávaný disponibilní peněžní příjem je vyjádřen v nominálních hodnotách
- být upraven pro riziko, které nese každý poskytovatel kapitálu, protože očekává návratnost, jež mu vynahradí podstoupené riziko
- podléhat změnám v průběhu prognózovaného období příjmů, vzhledem k očekávaným změnám inflace, stálému riziku nebo struktuře kapitálu
- pro každou složku financování použít váhy tržní hodnoty, protože tržní hodnoty odrážejí skutečný ekonomický nárok na všechny typy finančních pohledávek, zatímco účetní hodnoty nikoliv. (Copeland – Koller – Murrin, 1991). Tady může ale nastat problém. Pokud chceme zjistit tržní hodnotu vlastního kapitálu a podnik není obchodován na veřejných trzích, není jednoduché tuto hodnotu zjistit. Právě oceňování podniku vede ke zjištění těchto hodnot. Vzniká tak začarovaný

kruh – pro výpočet průměrných nákladů kapitálu potřebujeme znát tržní hodnotu vlastního kapitálu, ale současně pro výpočet tržní hodnoty vlastního kapitálu potřebujeme znát průměrné náklady kapitálu pro diskontování budoucích peněžních toků. Řešením může být použití cílové struktury kapitálu. Ta může být stanovena na základě představ vedení podniku nebo z údajů o dluhových poměrech v odvětví (nebo u srovnatelných podniků).

Metody využívající diskontovaných peněžních toků potom vycházející z následujícího postupu:

$$\text{hodnota podniku} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{CF_t}{(1+r)^t} \quad (4-2.11)$$

kde: CF_t = peněžní tok v čase t

r = specifická diskontní míra vlastní danému modelu

Pokud očekáváme stabilní růst budoucích cash flow, pak se hodnota podniku určí jako:

$$\text{hodnota} = \frac{CF}{r - g} \quad (4-2.12)$$

kde: CF = konstantní peněžní tok

r = diskontní míra

g = očekávaný růst

Dvoufázová metoda ocenění podniku vychází z jednoduché představy, že budoucí období lze rozdělit na dvě fáze. První fáze zahrnuje období, pro které je oceňovatel schopen vypracovat prognózu volného peněžního toku pro jednotlivá léta. Doporučená délka první fáze se v literatuře liší, např. Mařík (1998) doporučuje alespoň 7 let, Wöhe (1995) 5 let. Druhá fáze pak obsahuje období od konce první fáze do nekonečna. Hodnota podniku za období druhé fáze se označuje jako pokračující hodnota.

$$\text{hodnota} = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{r^t} + \frac{\text{pokr. hodn.}}{r^n} \quad (4-2.13)$$

kde: CF_t = cash flow v jednotlivých odhadnutých letech

t = jednotlivá odhadnutá léta

n = počet let v první fázi

r = diskontní sazba ($1 + WACC$, $1 + r_e$)

Diskontní sazba pro pokračující hodnotu může být zvolena i jiná než v první fázi. Důvodem je jiné riziko, které může být pro toto období odhadováno. Diskontovaná pokračující hodnota představuje významnou položku z ceny podniku, která je tímto způsobem odhadována. Nesprávným odhadem nákladů kapitálu je možné se dopustit velmi významné chyby a podnik buď výrazně nadhodnotit nebo podhodnotit.

U modelu DCF s třífázovým propočtem dochází k členění budoucnosti na tři fáze:

- fázi rychlého růstu,
- fázi přechodnou (rychlý růst se zpomaluje),
- fázi stability.

Nákladů kapitálu je užíváno i při oceňování podniku pomocí EVA. Model EVA používá jako budoucí cash flow ekonomickou přidanou hodnotu podniku. Tato hodnota v sobě zahrnuje jak čistý zisk podniku, tak i náklady se získáním tohoto zisku spojené. Proto získaná hodnota podniku má velkou vypovídací schopnost. Hodnotu podniku lze stanovit následujícím způsobem (Kislingerová, 1999):

$$\text{Hodnota podniku} = C + \text{MVA} = C + \sum_{t=1}^n \frac{\text{EVA}_t}{(1 + \text{WACC})^t} = C + \sum_{t=1}^n \frac{\text{C}_{t-1}(\text{RROC})}{(1 + \text{WACC})^t} \quad (4-2.14)$$

kde: C = investovaný kapitál

MVA = hodnota přidaná trhem (Market Value Added)

RROC = rozdíl mezi rentabilitou investovaného kapitálu a náklady na kapitál (ROC – WACC) (residual return on capital)

4.3 Teoretické přístupy k určování výše nákladů kapitálu

4.3.1 Co jsou to náklady kapitálu?

U nákladů kapitálu je třeba rozlišovat:

- náklady jednotlivých druhů kapitálu
- průměrné náklady kapitálu podniku

Náklady jednotlivých druhů kapitálu představují náklady, které podnik nese v souvislosti se získáním a využitím příslušných druhů kapitálu (např. náklady dluhu, akciového kapitálu, obligací

apod.). **Průměrné náklady kapitálu** podniku představují vážený průměr nákladů na jednotlivé druhy kapitálu.

Při počítání nákladů na kapitál se vychází z následujícího poznatku:

výnosnost kapitálu pro investora = náklad kapitálu pro podnik (v %)

Vzhledem k tomu, že výše nákladů na jednotlivé druhy kapitálu úzce souvisí s rizikem, které poskytovatelé kapitálu nesou, je další kapitola věnována riziku, které se do nákladů kapitálu promítá.

4.3.2 Klasifikace rizika

Riziko můžeme chápat jako nebezpečí, že dosažené výsledky podnikání se budou odlišovat od výsledků předpokládaných. Jinými slovy to znamená, že je zde určité riziko, že budoucí tržby (zisk, cash flow,...) budou jiné než očekáváme. Riziko lze charakterizovat pomocí pravděpodobnosti možností dosažených výsledků.

V literatuře lze najít různé způsoby klasifikace rizika. V zásadě se rozlišují dva hlavní typy rizik:

- **systematické riziko** – je společné všem podnikům, nedá se ovlivnit podnikem, vyplývá z celkového vývoje ekonomiky. Nelze jej snížit diverzifikací při investicích pouze do domácích, tj. danou makroekonomickou situací v rámci jedné ekonomiky shodně ovlivněných investičních možností. Diverzifikaci těchto rizik je možné provést např. investicí do zahraničí.
- **nesystematické (specifické, jedinečné) riziko** – je to riziko určitého konkrétního projektu, podniku (příp. odvětví). Toto riziko lze snížit diverzifikací v rámci portfolia.

Náklady na kapitál musí odpovídat rizikům, které investoři (akcionáři) podstupují. Například investor z USA, který investuje do českého podniku, podstupuje jednak riziko České republiky (dáno ratingem ČR), dále pak riziko daného specifického odvětví a nakonec riziko daného podniku, do kterého investuje.

Další klasifikace a charakteristika jednotlivých druhů rizik je v literatuře pojímána různě. Např. Kislingerová (1999) dělí riziko na provozní a finanční.

Provozní riziko je ovlivněno především podílem fixních nákladů (lépe výdajů) na celkových nákladech (výdajích). Vyplývá z úvahy, že vyšší podíl fixních aktiv s sebou přináší také vyšší podíl fixních nákladů. Vysoký podíl fixních aktiv a fixních nákladů se nachází např. ve firmách

s hromadnou či sériovou výrobou (těžba, hutnictví, výroba strojů, apod.). Tyto firmy ale nesou s sebou velké riziko z toho důvodu, že jestliže se jim sníží výroba, fixní náklady zůstávají a firmy začínají prodělavat. Jinak je tomu např. u malých výrobců vyrábějících na zakázku, kde fixní náklady jsou malé a většinu nákladů činí náklady variabilní. Jestliže se jim sníží výroba, není problém snížit také většinu nákladů, jelikož jde o náklady variabilní.

Míra provozního rizika se pak určí jako koeficient pružnosti provozního zisku, který je kvantifikován jako procentní poměr změny provozního zisku ku procentní změně celkových výkonů. Jako alternativa může sloužit propočet:

$$\text{Stupeň provozní (operační) páky} = \frac{Q(p - AVC)}{Q(p - AVC) - FC} \quad (4-3.1)$$

kde: Q = množství výrobků

p = cena výrobku

AVC = průměrné variabilní náklady na výrobek

FC = fixní náklady

U provozního rizika se tedy Kislingerová zaměřuje pouze na riziko spojené s výši fixních nákladů a opomíjí ostatní rizika.

Finanční riziko je dáno zadlužeností firmy. Vyšší zadluženost s sebou přináší fixní platby a tím je vyšší riziko platební neschopnosti. Proto platí, že čím je vyšší zadluženost, tím je finanční riziko vyšší. Je pak dáno především pevnými platbami, které vyplývají ze závazků vůči věřitelům.

$$\text{Stupeň finanční páky} = \frac{\text{Procentní změna v zisku na akcii}}{\text{Procentní změna EBIT}} \quad (4-3.2)$$

Pro výpočet finanční páky lze použít vztah:

$$\text{Stupeň finanční páky} = \frac{\text{EBIT}}{\text{EBIT} - \text{nákladové úroky}} \quad (4-3.3)$$

Pak zde vzniká ještě další riziko – tzv. **kombinované riziko**, což je součin rizika provozního a finančního.

Při výpočtu nákladů na vlastní kapitál pomocí tohoto modelu nám získané údaje slouží jako podklady zdůvodňující volbu úrokové míry. Příkladem může být situace, kdy porovnáváme několik podniků a chceme mít objektivní důvody pro diferenciaci nákladů kapitálu mezi nimi.

Mařík (1998) spatřuje zdroje rizika výsledku hospodaření (zisku, cash flow, ...) především v:

- kvalitě managementu a organizační struktury,
- intenzitě konkurence na příslušném trhu,
- stupni diverzifikace,
- stupni pružnosti nákladů na změny podnikových výkonů – tzv. provozní páka,
- zatížení podniku fixními výdaji plynoucími z financování (úroky, splátky úvěrů).

Jako výchozí bod považuje kvalitu vrcholového řízení, jejímž prostřednictvím lze ostatní rizika ovlivňovat.



Obrázek 4-3.1: Vztah mezi zdroji rizika dosažení výsledku hospodaření (Mařík, 1998)

Obchodní riziko v sobě zahrnuje jak specifické obchodní riziko podniku, tak i systematické obchodní riziko. Mezi specifické obchodní riziko (tzn. riziko, které může firma ovlivnit) patří například výše podílu fixních nákladů na celkových nákladech. Jako systematické obchodní riziko je možné uvést například riziko nižších tržeb v důsledku poklesu HDP, riziko inflace, nezaměstnanosti či jiná makroekonomická rizika.

Obchodní riziko se dále dělí na riziko tržní a provozní. **Tržní riziko** znázorňuje riziko, že dosažený zisk v budoucnu nebude odpovídat zisku očekávanému v důsledku situace na trhu. Tržní riziko se měří pomocí variability čistých tržeb. **Provozní riziko**, jak již bylo uvedeno výše, odráží riziko spojené s výší fixních nákladů.

Finanční riziko je opět spojeno se zadlužeností firmy.

Neumaierová (1998) ve svém rozdělení rizik umožňuje zahrnout i rizika týkající se např. charakteru a kvality výrobků, úrovně a využití technologie či kvality managementu. Všechny tyto rizika se zobrazují v jejím pojetí podnikatelského (neboli obchodního) rizika.

Neumaierová rozděluje riziko na:

- **riziko podnikatelské (obchodní),**
- **riziko finanční struktury,**
- **riziko finanční stability,**
- **riziko spojeno s nižší likviditou akcie na trhu** (resp. za „malost“ podniku).

Levy-Sarnat (1999) v souvislosti s doporučeními týkajícími se vhodné zadluženosti podniku, doporučuje zamyslet se nad **podnikatelským (ekonomickým) rizikem** a **finančním rizikem** podniku. Podnikatelské riziko je spojeno s odvětvím, ve kterém podnik působí a s obecnými podmínkami ekonomiky.

Podnikatelské riziko podle Valacha (1997) vzniká v důsledku proměnlivosti hospodářských výsledků za určité období. Zahrnuje jak riziko systematické – „objektivní“ (nezávislé na činnosti podniku), tak riziko specifické – např.:

- **subjektivní** (zaviněné činností managementu a zaměstnanců),
- **provozní** (havárie),
- **inovační** (nové výrobky),
- **investiční** (koupě neznámé techniky).

4.3.3 Náklady na cizí kapitál

Náklady cizího kapitálu můžeme vyjádřit jako výnos, který požadují věřitelé (investoři). Skutečné náklady cizího kapitálu jsou takové náklady, které zohledňují daně a náklady spojené s případnou emisí cenných papírů. Atraktivnost cizího kapitálu ve vztahu k vlastnímu kapitálu se na kapitálovém trhu mění v závislosti na vývoji úrokových měr. Uvažujeme zde o cizím úplatném kapitálu, k němuž patří:

- bankovní úvěry a jiné druhy úvěrů,
- dluhopisy,
- leasingové financování.

Pro náklady cizího kapitálu platí:

$$N_D = i(1 - T) \quad (4-3.4)$$

kde: N_D = náklady cizího kapitálu v %

i = úrok z úvěru (dluhopisů) v %

T = daňová sazba

4.3.3.1 Náklady na dluhopisy

Náklady dluhu, získaného upisováním dluhopisů (před zdaněním), se rovnají takové úrokové sazbě, při které současná hodnota úrokových výnosů dluhopisu a současná hodnota nominální ceny dluhopisu se rovná čistému výtěžku emise dluhopisu pro podnik:

$$C - E = \sum_{t=1}^n \frac{\dot{u}_t}{(1+i)^t} + \frac{N}{(1+i)^n} \quad (4-3.5)$$

kde: C = tržní cena dluhopisu

E = emisní náklady

$\dot{u}_t$ = úrok z dluhopisu v jednotlivých letech

N = nominální cena dluhopisu

t = jednotlivá léta doby splatnosti dluhopisu

n = doba splatnosti dluhopisu

i = požadovaná výnosnost do doby splatnosti v $\%/100 \approx$ náklady dluhu před zdaněním

Pro stanovení přibližného výnosu dluhopisů (před zdaněním) můžeme použít Hawawiiho a Voryho aproximační rovnici (pouze u dluhopisů s konstantními úroky):

$$r = \frac{\dot{u} + \frac{N - P}{n}}{0,6 * P + 0,4 * N} * 100 \quad (4-3.6)$$

kde: P = tržní cena dluhopisu

$\dot{u}$ = roční úrokový výnos

N = nominální hodnota dluhopisu

t = jednotlivá léta doby splatnosti

n = doba splatnosti

r = výnos do doby splatnosti

Pokud je úrok proměnlivý, např. vázán na některou z vyhlášených bankovních sazeb s pevnou procentní přírůžkou, je důležité znát ratingové hodnocení podniku a prognózu základních makroekonomických veličin. Ratingové agentury přiřazují ratingový stupeň jednotlivým podnikům v závislosti na pravděpodobnosti, s jakou budou uspokojeny nároky investorů – úrokové platby a splátka jistiny. Ratingové agentury provádějí ohodnocení emisí dlužných cenných papírů i samotných emitentů. Své postupy si chrání, obvykle jenom naznačují své postupy. Existuje mnoho studií, které se

na základě již udělených ratingů snaží pomocí matematicko-statistických metod z veřejně dostupných dat sestavit modely vysvětlující udělený rating. Tyto studie vycházejí z toho, že existuje korelace mezi ratingem a kvantitativními proměnnými a snaží se rating charakterizovat jako funkci hodnot vybraných nezávislých proměnných.

Častokrát potřebujeme odhadnout, jaké budou náklady kapitálu v budoucnosti - jak pro potřeby určování hodnoty podniku, tak například pro potřeby investičního rozhodování. Proto také potřebujeme umět kvalifikovaně odhadnout úrokové sazby, za které si bude podnik půjčovat v budoucnu. K tomuto účelu lze použít metodu, založenou na odhadu budoucího ratingu firmy v odhadovaném roce. Přehled výsledků studií zabývajících se dlouhodobým ratingem a hledání kvantitativních proměnných, které by mohly ovlivňovat rating, je uveden v práci Neumaierové (1998). Poznatky ze studií využívá autorka k určení faktorů působících na výši rizika podniku a od toho se odvíjejících nákladů na jeho kapitál, který získává od investorů.

V praxi se někdy používá zjednodušený přístup, kdy se rating omezí na výpočet jediného ukazatele, a to např. úrokového krytí (Mařík, 1998, Kislingerová, 1999):

$$\text{úrokové krytí} = \frac{\text{EBIT}}{\text{nákladové úroky}} \quad (4-3.7)$$

Pro odhad výnosu dluhopisů podniku v budoucnu je nutné určit ukazatele úrokového krytí podniku v odhadovaném roce. Na základě tohoto ukazatele lze z tabulky 4-3.1 určit přírážku oproti státním desetiletým obligacím.

Úrokové krytí	Rating	Výnosnost obligací (v %)	Přirážka oproti státním desetiletým obligacím (v %)
více než 9,65	AAA	9,30	0,30
6,85 - 9,65	AA	9,70	0,70
5,65 - 6,85	A+	10,00	1,00
4,49 - 5,65	A	10,25	1,25
3,29 - 4,49	A-	10,50	1,50
2,76 - 3,29	BBB	11,00	2,00
2,18 - 2,76	BB	11,50	2,50
1,87 - 2,17	B+	12,00	3,00
1,57 - 1,87	B	13,00	4,00
1,27 - 1,57	B-	14,00	5,00
0,87 - 1,27	CCC	15,00	6,00
0,67 - 0,87	CC	16,50	7,50
0,25 - 0,65	C	18,00	9,00
Méně než 0,25	D	21,00	12,00

Zdroj: Damodaran, 1994

Tabulka 4-3.1: Individuální přirážka dluhopisu v závislosti na ratingu podniku

Jiným postupem určování úvěrového rizika je metoda založená na empiricky pozorovaných tržních datech - sledování rozdílu ve výnosech sledovaného cenného papíru s předem stanoveným etalonem, tzn. měření úrokového rozpětí. Prvním problémem u tohoto postupu je stanovení etalonu (benchmarku, referenčního aktiva) - potřebujeme mít produkt s bezrizikovou úrokovou sazbou. Nejčastěji jsou voleny výnosy státních cenných papírů.

Ratingové agentury přijímají praxi nepřidělovat žádným emitentům z dané země vyšší rating, než je přidělen vládě nebo centrální bance této země. (Rating jednotlivých zemí v současnosti včetně České republiky lze najít v příloze A). Ne vždy je však správné takto postupovat. V dané ekonomice se mohou vyskytovat i lepší dlužníci. Pokud se těmto subjektům podařilo prosadit na eurotržích s denominovanými cennými papíry s vyšším ratingem, navrhuje Pluhař (2001) využít tento rating jako referenční aktivum. Upozorňuje ovšem na problémy spojené s rozdílnými daňovými režimy těchto cenných papírů, které jsou odvislé od domicilu emitenta. Navíc mohou výnosy z těchto cenných papírů v sobě obsahovat i prémii za nižší likviditu.

Dalším možným referenčním výnosem podle Pluhaře mohou být výnosy kótované pro derivátové obchody. Úrokové swapy bývají poměrně likvidní, v každém okamžiku existuje celá výnosová křivka a data jsou běžně k dispozici. Říká však, že vzhledem k odlišnému způsobu danění vyrovnávacích plateb ze swapu s daněním kuponu obligací a daněním kapitálového zisku z jejich prodeje, může být takto postavený referenční výnos problematický. Rozdílné danění výnosů dluhových cenných papírů navíc komplikuje měření úvěrového rozpětí, neboť součástí rozdílu mezi výnosem referenčního a rizikového instrumentu může být daňové zvýhodnění jednoho z nich, které se projeví poklesem jeho výnosu. Právě u státních dluhopisů k tomuto jevu může dojít.

Odhadovaný výnos u dluhopisů je potom ještě potřeba upravit o **vedlejší náklady** s dluhopisy spojenými a o **efekt daňového štítu**. Co se týče vedlejších nákladů, jde například o náklady na emisi dluhopisů či náklady spojené s administrativou. U některých z těchto nákladů je ale velice obtížné určit, zda patří k dluhopisům nebo jestli jde o běžné náklady firmy. Jde například o náklady na administrativu – těžko lze určit, jak velká část platu účetní připadá na vrub dluhopisům.

4.3.3.2 Náklady na úvěry

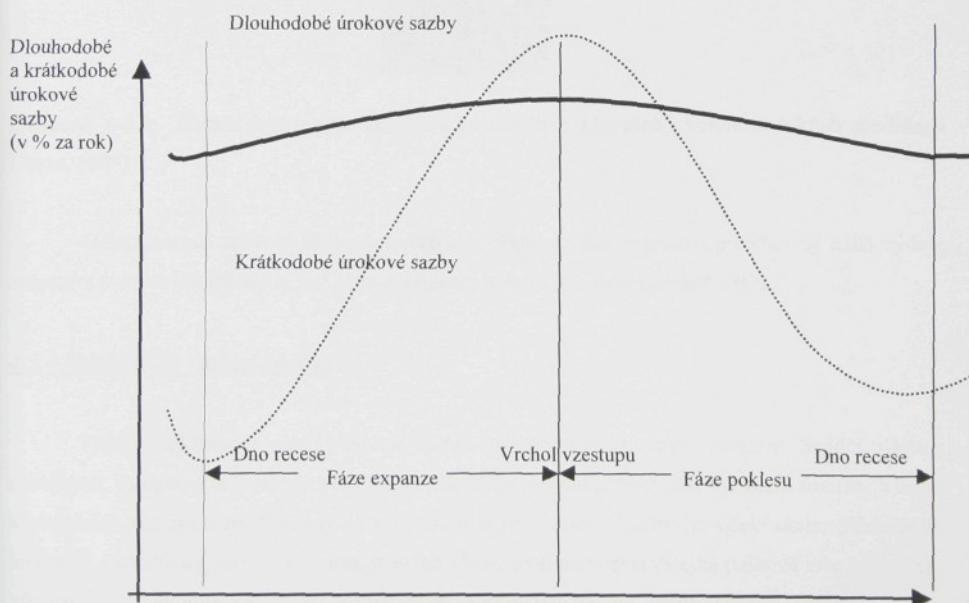
U bankovních úvěrů lze průměrný úrok zjistit relativně jednoduše. Pokud má podnik pouze úvěry s pevně stanovenou výší úrokové sazby, pak náklady na tyto úvěry jsou rovny váženému průměru těchto sazeb.

V případě, že se jedná o úvěr s úrokem vázaným na některou vyhlášenou sazbu s pevnou procentní přírůzkou, je důležité znát odhad vývoje těchto sazeb v budoucnu. Odhad budoucích

nákladů na tento typ úvěru je potom výsledkem připočtení smluvené přírážky k odhadované vyhlašované sazbě.

Pokud potřebujeme odhadnout náklady na úvěr, který budeme čerpat v budoucnu, je potřebné znát rating podniku a prognózu vývoje základních makroekonomických veličin. Z minulého vývoje určíme úrokový rozdíl mezi zvolenou vyhlašovanou úrokovou sazbou a průměrnou sazbou u podnikových úvěrů. Na základě tohoto úrokového diferenciálu a prognózy vývoje vyhlašované úrokové sazby odhadneme úrokové sazby u budoucích úvěrů. Na základě zjištěné vazby můžeme odhadovat úrokovou sazbu u úvěrů, které budou poskytnuty podniku v budoucnu zohledněním ratingu podniku. Pro větší přesnost odhadu je nutno upravit budoucí přírážku o budoucí nové skutečnosti. Například, pokud podnik počítá v budoucnu s větší zadlužeností, musí také počítat s větší úrokovou přírážkou.

Vývoj úrokových sazeb v průběhu hospodářského cyklu lze vidět na obrázku 4-3.2, vztah úrokových sazeb a ekonomiky na obrázku 4-3.3.



Obrázek 4-3.2: Úrokové sazby v průběhu hospodářského cyklu (Rose, 1993)

*Úrokové sazby jsou
v ekonomických modelech
obvykle determinovány
faktory jako*

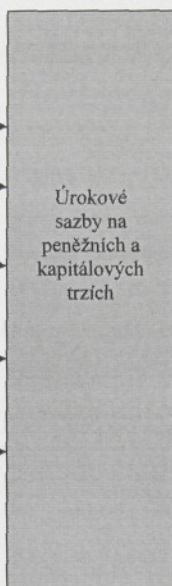
Momentální politika
centrální banky

Fiskální politika
a vládní rozpočty

Nabídka soukromých
dlužních cenných
papírů

Zahraniční poptávka
po investičním
kapitálu

Změny národního
důchodu



*Úrokové sazby použité
v ekonomických
modelech
obvykle ovlivňují*

Investiční výdaje
podniků

Příjem držitelů
cenných papírů

Objem spotřebitelských
výdajů a čistý vývoz

Cena, mzdy
a zaměstnanost

Obrázek 4-3.3: Vztah úrokových sazeb a ekonomiky v hlavních ekonometrických modelech (Rose, 1993)

Odhadovanou sazbu u budoucích úvěrů je potřeba ještě upravit o přírážku za další výdaje spojené s úvěrem (například se získáním a evidencí úvěrů) a o efekt daňového štítu.

4.3.4 Náklady na vlastní kapitál

Pojem „náklady na vlastní kapitál“ není u nás často používaným výrazem. Svědčí o tom i skutečnost, že vedení řady našich podniků se chová, jako by vlastní kapitál byl zcela zdarma. Vlastní kapitál však zdarma není. Náklady na tento kapitál jsou dány výnosovým očekáváním příslušných investorů. Požadovaný výnos investorů je určen alternativním výnosem stejně rizikové investice – tzn. výnosem, který by investoři získali, kdyby investovali do nějaké jiné, stejně rizikové investice.

4.3.4.1 Druhy vlastního kapitálu

Rozlišujeme tyto tři hlavní druhy vlastního kapitálu (u akciových společností):

- kmenové akcie
- prioritní akcie
- ostatní vlastní kapitál (nerozdělený zisk minulých let, emisní ážio, kapitálové fondy,...)

Kmenové akcie představují nejdražší položku. Je to v důsledku velkého rizika, které investoři (akcionáři) podstupují. Na rozdíl od prioritních akcií akcionáři nemají slíbenou každoroční výplatu dividend. Při rozdělování zůstatku společnosti při likvidaci přicházejí kmenoví akcionáři na řadu až poslední. Z těchto důvodů podstupují ze všech poskytovatelů kapitálu největší riziko, za nějž ale požadují také největší výnosy.

Prioritní akcie jsou akcie se zaručeným právem na výplatu dividend. Držitelé prioritních akcií obvykle nemají hlasovací právo na valné hromadě. Pokud jim ale není dividendy vyplacena, toto právo získávají. Výnos z těchto akcií (= náklad na tento druh kapitálu) bývá díky zaručeným dividendám nižší než výnos kmenové akcie.

Mezi **ostatní vlastní kapitál** patří:

- emisní ážio
- zákonný rezervní fond
- ostatní fondy
- nerozdělený zisk minulých let
- hospodářský výsledek za běžné období.

Tento kapitál nese náklady obětované příležitosti, tj. výnosy, které by kapitál přinesl, kdyby byl investován jinde, za podobného rizika jaké nese samotný podnik. To znamená, že můžeme uvažovat stejné náklady kapitálu, jaké nesou kmenové akcie, ale s tím rozdílem, že u tohoto kapitálu není nutno zvažovat existenci emisních nákladů.

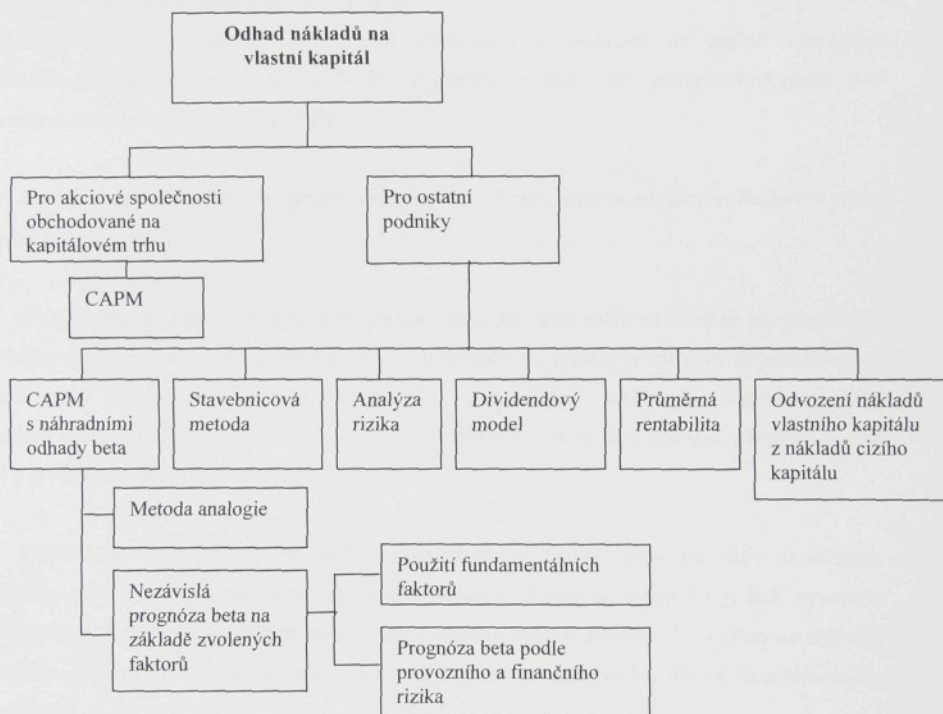
V anglosaských zemích se při výpočtu nákladů na vlastní kapitál prosadil koncept, který se opírá o teorie využívající kapitálového trhu. Je to dáno tím, že v anglosaských zemích převládá způsob získávání kapitálu na kapitálových trzích. Tyto metody jsou poměrně jednoduché. K určování nákladů na vlastní kapitál lze využít kurzů akcií, které na likvidních trzích poměrně věrně odrážejí stav a perspektivy podniku. V důsledku dobře fungujících finančních trhů v USA a ve Velké Británii a také díky podpoře zákonodárství, zůstaly americké banky slabé. Naopak ve valné většině evropských zemí vykazovaly finanční instituce, především universální banky a pojišťovací společnosti, větší vzestup než finanční trhy. Vytvoření likvidního a stabilního trhu představuje v malé zemi dlouhou cestu. Historicky byla proto v evropských zemích přebírána úloha alokace kapitálu především

bankami. To je také důvodem, proč se v současné evropské praxi někdy nedají poměrně jednoduché anglosaské modely plně využívat. Proto vznikly v Evropě modely nové.

V následující kapitole jsou stručně představeny nejpoužívanější modely sloužící pro výpočet nákladů na vlastní kapitál (tj. alternativního nákladu).

4.3.4.2 Modely používané pro určování nákladů na vlastní kapitál

Určit náklady na vlastní kapitál v praxi patří k složitějším úkolům finančního řízení. Přístupů k řešení uvedeného problému je celá řada, jejich přehled je uveden na obrázku 4-3.4.



Obrázek 4-3.4: Základní přístupy k odhadu nákladů vlastního kapitálu (Mařík, 1998)

Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM - Capital Asset Pricing Model)

Tento model k určování nákladů na vlastní kapitál využívá údaje z kapitálového trhu, což klade velké požadavky na efektivnost trhu. Z toho důvodu se používá hlavně v anglosaských zemích.

V Německu a v dalších západoevropských zemích se zatím prosazuje spíše v teorii než v podnikové praxi. O tomto modelu podrobněji píše například Brealey a Myers (1992), Rose (1993), Blake (1995), Mařík (1998), Levy – Sarnat (1999), Kislingerová (1999) a další.

CAPM si klade za cíl vysvětlit vztah mezi úrovní kurzu a rizikem cenného papíru. Náklady vlastního kapitálu lze určit sečtením výnosnosti bezrizikové investice a rizikové prémie stanovené pomocí informací z kapitálového trhu. Platí:

$$r_e = r_f + \beta_i (r_M - r_f) \quad (4-3.8)$$

kde: r_f = bezriziková úroková míra

$r_M - r_f$ = riziková prémie kapitálového trhu

β_i = změna výnosnosti akcií určité společnosti v závislosti na změně výnosnosti kapitálového trhu ($\beta=1$ průměrné riziko, $0 < \beta < 1$ podprůměrné riziko, $\beta > 1$ nadprůměrné riziko, $\beta < 0$ výnos aktiva reaguje opačně než tržní výnos).

Pokud chceme tento model použít, musíme být schopni určit bezrizikovou úrokovou míru, rizikovou prémii a výši β .

I když obecně žádná bezriziková aktiva neexistují, za velmi málo rizikové se považují státní pokladniční poukázky nebo státní dluhopisy (za bezrizikovou úrokovou míru se doporučuje vzít úroková míra desetiletých státních dluhopisů). Bezriziková sazba je odrazem vývoje makroekonomického prostředí. I tato sazba, i když je považována za bezrizikovou, obsahuje v sobě inflaci a přírážku za sníženou likviditu.

Určit rizikovou prémii lze na základě zjištění dlouhodobější výnosnosti aktiv na místním kapitálovém trhu a výpočtu průměrné výnosnosti státních dluhopisů. Z rozdílu je pak vyvozena riziková prémie. K určení výnosu trhu se většinou používají burzovní indexy. To ovšem neodpovídá teoretickému předpokladu tohoto modelu, kde by měla být zvažována všechna aktiva obchodovaná na trhu (viz dále).

Pro stanovení rizikové prémie lze využít i ratingového hodnocení, přičemž se jedná o rating země, na jejímž teritoriu podnik působí. Riziková prémie bude představovat součet prémie za riziko, které podle ratingové stupnice např. u Standard&Poor's náleží nejvyššímu ratingu AAA a přírážky za riziko, které vyplývá z nižšího uděleného ratingového stupně konkrétní zemi.

Rizikové prémie podle charakteru trhu lze určit i z následující tabulky:

Oblast	Riziková premie
Vyvíjející se trhy s politickým rizikem (Jižní Amerika, Východní Evropa)	8,5 %
Vyvíjející se trhy (Mexiko, Japonsko, Británie)	7,5 %
Rozvinuté trhy s širokou kotací (Západní Evropa mimo Německo a Švýcarsko)	4,5 % - 5,5 %
Rozvinuté trhy s omezenou kotací a stabilní ekonomikou (Německo a Švýcarsko)	3,5 % - 4 %

Zdroj: Damodaran, 1994

Tabulka 4-3.2: Rizikové premie podle charakteru trhu (za předpokladu výnosnosti vládních dluhopisů do 15%)

Základním postupem, jak odhadnout koeficient β , je zjistit regresní závislost mezi výnosy akcie a výnosy trhu a použít sklon regresní přímky jako parametr β . Jinými slovy nám koeficient β říká, k jaké změně kursu v průměru dochází, jestliže dojde ke změně na trhu o 1 % (tj. měří se citlivost cenného papíru na tržní pohyby). Zdrojem pro vlastní propočty jsou jednak historické ceny akcií, jednak historická hodnota globálního indexu. Na tyto hodnoty je pak aplikována metoda nejmenších čtverců. Otázkou je, jak dlouhé období pro zjištění koeficientu zvolit. Delší období umožní použít více dat, starší data však ztrácejí na významu (v USA se používá období 2-5 let). Další otázkou je, za jaké období se dané výnosy budou brát. Zde je možný interval jeden den až jeden rok. Praxe se většinou orientuje na týdenní nebo měsíční výnosy.

Vliv odvětví na koeficient β

Jestliže podnik působí v odvětví, které je více citlivé na vývoj národního hospodářství, bude jeho koeficient vyšší než u firmy podnikající v odvětví s nižší závislostí na vývoji hospodářství.

Vliv provozní páky na koeficient β

Provozní páka závisí na poměru mezi fixními a variabilními náklady. Podniky s vysokým podílem fixních nákladů jsou velmi závislé na budoucím vývoji hospodářství. Pokud by hospodářství bylo v krizi a poptávka začala klesat, podnik nemá moc možností, jak své fixní náklady eliminovat. Měl by tak ztráty vyšší než podniky s velkým podílem variabilních nákladů, pro něž není problém se flexibilně přizpůsobovat stávajícím okolnostem.

Protože zisk u společností s vysokým podílem fixních nákladů je více citlivý a variabilní, dá se též očekávat, že jejich β koeficient bude vyšší.

Vliv zadlužení na koeficient β

Vyšší zadlužení s sebou přináší více fixních plateb. Dá se tedy říci, že vyšší zadlužení působí podobně jako vyšší podíl fixních nákladů. Vliv zadlužení na β podniku lze vyjádřit následujícím vztahem:

$$\beta_Z = \beta_N [1 + (1-T) \frac{D}{VK}] \quad (4-3.9)$$

kde: β_Z = β vlastního kapitálu u zadluženého podniku

β_N = β vlastního kapitálu při nulovém zadlužení

T = sazba daně z příjmů

D = cizí kapitál

VK = vlastní kapitál

Vliv likvidity na koeficient β

Pokud se s akciemi podniku více a ve větších objemech obchoduje, je předpoklad, že jejich koeficient β bude nižší (nižší riziková prémie za likviditu).

Použití modelu CAPM v praxi je komplikováno zejména tím, že model vyžaduje splnění těchto předpokladů:

- existuje bezriziková výpůjční a zápůjční sazba,
- všechna aktiva lze obchodovat a mají stanovenou cenu,
- kapitálové trhy jsou dokonalé, tzn.:
 - všechny informace jsou zdarma a volně dostupné každému účastníkovi trhu,
 - investor má neomezenou možnost vypůjčit si za bezrizikovou sazbu a má možnost krátkého prodeje,
 - výpůjční a zápůjční bezriziková sazba jsou shodné a platí pro všechny investory,
 - investoři akceptují cenu a nemohou ji ovlivnit,
 - daně a transakční náklady neexistují.
- horizont rozhodování všech investorů je jedno časové období a všichni investoři mají stejnou představu o očekávaných výnosech cenných papírů, jejich standardní odchylce a vzájemných kovariancích.

Mnohé z těchto předpokladů nejsou splněny ani v realitě nejvyspělejších zemí.

Nejnovější empirické výzkumy poukazují na to, že pro stanovení kapitálových nákladů jsou na kapitálovém trhu rozhodující jiná rizika než kolísání výnosů v čase (tj. ztotožnění rizika s β koeficientem). Jedná se zejména o velikost podniků (riziková přírážka pro menší podniky a jejich nižší likviditu) a o zvažování většího rizika u podniků, jejichž tržní hodnota nepřevyšuje účetní hodnotu (podnik netvoří hodnotu).

Model arbitrážního oceňování (APT – arbitrage pricing theory)

Alternativou modelu CAPM je modernější teorie arbitrážního oceňování (APT). Na rozdíl od teorie CAPM, kde prémie za riziko je závislá na jediném faktoru - beta, pak v teorii APT tato prémie závisí na několika makroekonomických faktorech. Jako dominantní faktory mající vliv na cenu akcie například autoři Roll-Ross (1980) uvádějí:

- úroveň ekonomické aktivity v odvětví,
- míru inflace,
- rozpětí mezi krátko- a dlouhodobými úrokovými sazbami,
- rozpětí mezi výnosy obligací podniků s nízkým a vysokým rizikem.

Pro testování APT bylo vytvořeno mnoho jiných studií. Ačkoli empirické studie většinou ukazují, že existuje více než jeden významný faktor, poskytují často protichůdné empirické důkazy týkající se vlivu jednotlivých relevantních faktorů.

Je tedy patrné, že tato teorie je náročnější na vstupní informace. Jde o model mnohem pracnější než model CAPM. Přesto však tato teorie má své zastánce a je v praxi vyspělých zemí využívána.

Tržní model

Jde o model podobný modelu CAPM. Výnos akcie zde závisí na vybraném tržním faktoru (obvykle burzovní index), na koeficientu alfa a beta a na náhodných vlivech:

$$r_i = \alpha + \beta \times r_m + e \quad (4-3.10)$$

kde: r_i = výnos akcie

r_m = výnos faktoru (burzovního indexu)

α = autonomní výnos akcie

β = systematické riziko akcie

e = náhodná odchylka

Koeficient β vyjadřuje, jakým způsobem reaguje výnos akcie na výnos vybraného tržního faktoru (burzovního indexu).

Koeficient α říká, jak vysoký existuje v dané akcií autonomní výnos, tedy o kolik procent vzroste nebo poklesne cena akcie, aniž se výnosnost faktoru (trhu) jakkoli změní.

Symbol „e“ je náhodná odchylka ve výnosu akcie nevysvětlitelná pohybem burzovního indexu.

Koeficienty alfa a beta lze získat regresi historických tržních výnosů na výnosy každého cenného papíru (metodou nejmenších čtverců).

P/E (Price-Earnings Ratio)

Jiný přístup k určení nákladů na vlastní kapitál představuje použití poměru P/E, tj. tržní ceny akcie a čistého zisku na akcií. Náklady na vlastní kapitál lze potom vypočítat:

$$r_e = \frac{1}{P/E} \quad (4-3.11)$$

Tento model ovšem předpokládá nulový růst zisků a stoprocentní dividendový výplatní poměr. Na rozdíl od metody CAPM však dává důraz na celkové riziko podniku (CAPM zohledňuje pouze systematické riziko).

U podniků, které nejsou obchodovány na veřejných trzích lze odhadnout náklady vlastního kapitálu pomocí:

- modelu CAPM s náhradními odhady β
- stavebnicového modelu
- dividendového modelu
- na základě průměrné rentability
- odvozením z nákladů na cizí kapitál.

Model CAPM s náhradními odhady β

Náhradními způsoby, jak určit koeficient β , jsou:

- metoda analogie,
- nezávislá prognóza β na základě zvolených faktorů.

Metoda analogie

Pro zjištění β koeficientu konkrétního podniku lze použít β podobných podniků, které jsou obchodovány nebo využít β za určité odvětví. Tady může nastat problém s koeficienty β , pokud podnik, pro který chceme zjistit β koeficient, podniká ve více oblastech (Kaplan, Peterson, 1998).

Při hledání srovnatelných podniků je třeba si dát pozor na:

- odlišnosti v obchodním riziku,
- odlišnosti ve finančním riziku.

U tohoto postupu je současně potřebné zohlednit vliv kapitálové struktury na β .

Nezávislá prognóza beta

Jde o postup, který se nyní dost prosazuje v praxi západních firem. Obecně se zde nabízejí dvě cesty:

- použít tzv. fundamentální faktory,
- odvozovat β z analýzy provozního a finančního rizika.

Použití fundamentálních faktorů

Východiskem je představa, že β závisí na určitých faktorech. Americké výzkumy vytipovaly pět základních proměnných (Damodaran, 1994):

- variační koeficient provozního zisku za 5 let,
- dividendová výnosnost,
- poměr úvěry / vlastní kapitál,
- růst zisku na akcii,
- celková aktiva.

Podmínkou požití tohoto postupu je vzájemná souvislost β koeficientu a fundamentálních faktorů. To obvykle umožňuje pouze efektivní kapitálový trh, na kterém se obchoduje za ceny blížící se vnitřní hodnotě akcií.

Prognóza β na základě analýzy obchodního a finančního rizika

Rozdíl oproti základnímu modelu spočítá v tom, že namísto odvozování β z historických vztahů mezi výnosem trhu a výnosem akcií společnosti se odhaduje přímo budoucí β podle vztahu:

$$\beta = 1 + OR + FR \quad (4-3.12)$$

kde: OR = přírážka za systematické obchodní riziko

FR = přírážka za systematické finanční riziko

Obchodní riziko zahrnuje riziko specifické pro podnik a riziko, které ovlivňuje všechny podniky. Příkladem prvního by bylo riziko plynoucí z cenové politiky konkurenta nebo ze zásadních změn v odvětví. Druhým typem jsou makroekonomická rizika (změna tržeb v důsledku změny kurzů, inflace atd.).

Když odhadujeme β , bereme v úvahu jen rizika, která ovlivňují všechny společnosti. Rizika specifická se doporučují zohlednit do plánovaných výnosů, tedy nikoliv změnou diskontní míry (Moxter, 1983).

Základem pro určení přírážky za riziko, je pomyslný „průměrný podnik“. Pomineme-li zatím finanční riziko, pak koeficient β pro tuto průměrnou společnost by měl být roven 1. Přírážka za obchodní riziko by tedy byla nulová. Typické rozpětí přírážky za obchodní riziko odhadneme od $-0,5$ do $+0,5$. Je možné pak definovat např. 5 tříd systematického obchodního rizika, kde třída třetí tvoří „průměr“, třída první znamená riziko nejnižší a třída pátá odpovídá nejvyššímu systematickému obchodnímu riziku. (Mařík, 1998). Výsledek pak vypadá takto:

Třída systematického obchodního rizika	Riziková úprava β (OR)
1	-0,50
2	-0,25
3	0
4	+0,25
5	+0,50

Zdroj: Mařík (1998)

Tabulka 4-3.3: Riziková úprava koeficientu β podle třídy systematického obchodního rizika

Pro zařazení podniku do třídy mohou pomoci následující vybrané faktory. Obchodní riziko bude vyšší např. když:

- zájem o produkty společnosti bude velmi citlivý na výkyvy konjunktury,
- produkce dané společnosti bude podléhat vyšší cenové pružnosti,
- společnost bude činná v odvětví s vyšším podílem fixního majetku a spolu s tím i s vyššími fixními náklady,
- společnost bude patřit k menším firmám,
- produkce bude méně diverzifikovaná,
- konkurenční struktura bude méně příznivá a citlivost hrubé výnosové marže vůči změnám konjunktury bude vyšší (Mařík, 1998).

Riziko finanční je riziko, které vzniká v důsledku zadlužení společnosti. Větší zadluženost s sebou nese větší fixní platby, s čímž souvisí zhoršující se platební schopnost firmy. Při určování rizikové úpravy koeficientu β o finanční riziko může podle Maříka (1998) pomoci následující tabulka:

Zadlužení společnosti (CK / VK)	Riziková úprava β oproti stavu při základním zadlužení
0%	-0,2
20 %	-0,1
40%	0
60%	+0,1
80%	+0,2
100%	+0,3
120%	+0,4
140%	+0,5

Zdroj: Mařík (1998)

Tabulka 4-3.4: Riziková úprava β oproti stavu při základním zadlužení

Tento postup je ovšem diskutabilní. Autor neuvádí, proč volí právě uváděná rozpětí (jestli jsou zobecněním empirického výzkumu nebo výsledkem úvah) a proč je základní úroveň stanovena na úrovni 40 %.

Stavebnicový model

Základní princip stavebnicových modelů spočívá v tom, že k bezrizikové úrokové míře se přičte určitá přírážka za riziko. Riziková přírážka se tvoří buď jako celek v závislosti na charakteristice podniku, nebo jako souhrn dílčích položek. Příklad výše rizikových premií jako celku uvádí tabulka 4-3.5, která člení podniky do pěti kategorií. Jinak existuje poměrně široká paleta studií, které uvažují o rizikové premií jako souhrnu dílčích položek. Přírážky vycházejí z posouzení rizika trhu, rizik oboru, výrobních rizik, stupni diverzifikace, stupni pružnosti nákladů, finančních rizik, rizik managementu a organizační struktury a dalších. Podstatou všech modelů je, že se na rozdíl od metody CAPM nezaměřují pouze na systematická rizika, ale i nesystematická. Názory ekonomů na zahrnutí nesystematického rizika do výpočtu nákladů na kapitál a použití těchto nákladů jako diskontní míry pro odůročení budoucích hotovostních toků se různí. Jak již bylo řečeno, např. Moxter (1983) navrhuje promítnout nesystematická rizika pouze do odhadu budoucích hotovostních toků a ne do diskontní míry. Proti tomu stojí názor, že vlastníci podniku většinou nejsou schopni diverzifikovat nesystematická rizika, proto zahrnutí nesystematického rizika do diskontní sazby má svůj význam.

Příkladem stavebnicového modelu je model INFA.

Kategorie	Riziková prémie	Popis
1	6-10%	zavedené podniky, silné pozice na trhu, omezená konkurence, finančně stabilní, výkonné vedení, stabilní minulý vývoj, počítá se stabilním vývojem do budoucnosti
2	11 – 15%	zavedené podniky, poměrně silná konkurence, finančně stabilní, dobré vedení, stabilní vývoj v minulosti, lze celkem dobře předvídat další vývoj
3	16 - 20 %	podniky v odvětvích s velmi silnou konkurencí, dobré výsledky v minulosti, omezená kapitálová náročnost, nevyžadují mimořádné know how
4	21 – 25%	zavedené podniky, cyklický vývoj, závislost na speciálních zkušenostech a znalostech, omezené skupiny lidí, obtížně předvídatelný vývoj
5	26 – 30 %	činnosti samostatných podnikatelů v oblasti služeb, přesnost výnosů podniku je problematická

Zdroj: Business Valuation News. June 1982. Finanční trhy 5/1996, Intermedia

Tabulka 4-3.5: Příklady rizikové prémie podle kategorie podniku

Model INFA

V rámci svého ekonomického výzkumu Inka a Ivan Neumaierovi (1998) vyvinuli model INFA, který je prostředkem pro aplikaci teorie řízení hodnoty od vnitropodnikové úrovně až po makroúroveň. Tento model umožňuje komplexní pohled na to, zda, na kolik a proč se zhodnotil majetek vlastníka podniku (resp. umožňuje analyzovat míru zhodnocení investorova vkladu do podniku). Model INFA postihuje stěžejní informace o všech aspektech finančního zdraví podniku a odráží jejich souvislosti. Model INFA používá též Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR ve svých odhadech nákladů na vlastní kapitál.

Pro výpočet nákladů na vlastní kapitál (alternativního nákladu) model využívá následující postup:

$$r_e = r_f + r_{LA} + r_{pod} + r_{FinStab} + r_{FinStr} \quad (4-3.13)$$

kde: r_f = bezriziková přírážka
 r_{LA} = přírážka za likvidnost akcií
 r_{pod} = riziková přírážka za podnikatelské riziko
 $r_{FinStab}$ = riziková přírážka za riziko vyplývající z finanční stability
 r_{FinStr} = riziková přírážka za riziko vyplývající z finanční struktury

Při sestavení „nejjednoduššího“ modelu stanovení r_e , byly vytipovány následující ukazatele:

- ✓ ve skupině ukazatelů charakterizujících velikost podniku - vlastní kapitál
 - * $VK > 3 \text{ mld. Kč} \Rightarrow r_{LA} = 0.00\%$ (hranice vychází ze zkušeností firem poskytujících rizikový kapitál)
 - * $VK < 100 \text{ mil. Kč} \Rightarrow r_{LA} = 5.00\%$
 - * takže funkčně vyjádřeno $r_{LA} = (3 \text{ mld. Kč} - \text{vlastní kapitál})^2 / 168,2$
- ✓ ve skupině ukazatelů charakterizujících tvorbu produkční síly - EBIT/aktiva
 - * $EBIT/A > \text{průměr průmyslu celkem} \Rightarrow r_{\text{podnikatelské}} = 0.00\%$
 - * $EBIT/A < 0 \Rightarrow r_{\text{pod}} = 10.00\%$
 - * takže funkčně vyjádřeno $r_{\text{pod}} = (\text{průměr průmyslu} - EBIT/Aktiva)^2 / (10 * (\text{průměr průmyslu}))^2$
- ✓ ve skupině ukazatelů charakterizujících vztahy mezi aktivy a pasivy - celkovou likviditu
 - * celková likvidita $> \text{průměr průmyslu celkem} \Rightarrow r_{\text{FinStab}} = 0.00\%$
 - * celková likvidita $< 1 \Rightarrow r_{\text{FinStab}} = 10.00\%$
 - * takže funkčně vyjádřeno $r_{\text{FinStab}} = (\text{průměr průmyslu} - \text{celková likvidita})^2 / 10$
- ✓ ve skupině ukazatelů charakterizujících dělení produkční síly - EBIT/úroky
 - * $EBIT/\dot{U} > 3 \Rightarrow r_{\text{FinStr}} = 0.00\%$ (hranice vychází z uznávané doporučené hodnoty)
 - * $EBIT/\dot{U} < 1 \Rightarrow r_{\text{FinStr}} = 10.00\%$
 - * takže funkčně vyjádřeno $r_{\text{FinStr}} = (3 - EBIT/\dot{U})^2 / 40$

Dividendový model

Hlavní tezí tohoto modelu je, že hodnota akcie je dána současnou hodnotou příjmů, které z této akcie můžeme očekávat (dividenda, prodejní cena). Je proto dána vztahem:

$$SH = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+i)^t} + \frac{P_n}{(1+i)^n} \quad (4-3.14)$$

kde: SH = současná hodnota akcie
 i = požadovaná výnosnost akcie
 D_t = dividenda v jednotlivých letech
 P_n = očekávaná prodejní cena za „n“ let

Čím déle budeme akcii držet, tím nižší je současná hodnota budoucí očekávané prodejní ceny. Navíc je sama prodejní cena opět určena především proudem v budoucnosti očekávaných dividend. Při teoreticky nekonečné době držení je tak hodnota akcie určena pouze současnou hodnotou očekávaných dividend. Předpokládáme-li dále, že příští rok bude mít dividenda hodnotu „D“ a

v dalších letech poroste tempem g , změní se uvedený vzorec (Gordonův růstový model) pro hodnotu akcie na:

$$SH = \frac{D}{(1+i)} + \frac{D(1+g)^1}{(1+i)^2} + \dots + \frac{D(1+i)^{n-1}}{(1+i)^n} \quad (4-3.15)$$

Za předpokladu nekonečného držení akcie dostaneme po úpravě:

$$SH = \frac{D}{i - g} \quad (4-3.16)$$

Dividendový model je velice jednoduchý a nenáročný na informace, pokud podnik vyplácí dividendy a pokud podnik přijal politiku stabilní dividendové politiky.

Ekonomické teorie výplaty dividend

Ve světě Modiglianiho a Millera (1961) je výplata dividend ekonomickým nesmyslem. Podle nich nemá dividendová politika v případě efektivních trhů žádný vliv na hodnotu akcií podniku nebo náklady kapitálu a je proto irrelevantní. Teorie je však odvozena z racionálního chování investorů ve světě bez daní, brokerských poplatků a existence nekonečně dělitelných aktiv. Teorie „vrabce v hrsti“ Gordona a Lintnera (1959) přiznává výplatě dividend určitou hodnotu, protože přesouvá nejisté kapitálové zisky do formy stabilního hotovostního příjmu. Tím snižuje požadavky investorů na míru požadovaného výnosu akcie (a tím se snižují náklady na vlastní kapitál) a zvyšuje proto její kurz. I signální teorie tvrdí, že dividendy mohou snižovat volatilitu akcií a požadovaný výnos. Říká totiž, že dividendovou politiku podniku a změny dividend trh využívá jako věrohodný signál managementu o budoucím vývoji podniku. Na druhé straně hypotéza daňových preferencí uvádí, že existují tyto důvody, proč dividendy nevyplácet:

- dividendy mohou být zdaňovány vyšší sazbou než kapitálové zisky,
- kapitálové zisky jsou zdaňovány až v okamžiku jejich realizace (až při prodeji cenných papírů),
- peněžní částka vyplacená v dividendách prochází dvojím zdaněním – poprvé na úrovni hrubého zisku sazbou daně z příjmu právnických osob a podruhé jako hrubá dividend.

Blake (1995) uvádí tři vysvětlení pro výplatu dividend. Kromě již zmíněného signalizačního efektu dividendy pracuje se vztahem klient–agent (principal-agent problem) a s efektem daňové klientely (tax clientele effect). Akcionáři vlastní podnik (jsou klienty) a najímají si manažery (agenty), aby ho řídili podle jejich zájmů. V tomto vztahu se ale skrývá konflikt zájmů. Manažeri mohou jednat ve svůj prospěch, nikoliv tak, aby maximalizovali majetek akcionářů. Kvůli této možnosti musí akcionáři vynakládat monitorovací náklady, aby přinutili manažery chovat se správně. Tyto náklady

se sníží, když podnik získá nové externí zdroje, protože se dostane pod přísnější finanční kontrolu. Náklady spojené se získáním zdrojů jsou však tím vyšší, čím více podnik žádá o nové externí zdroje. Výplata dividend představuje kompromis mezi náklady monitorování a náklady na získání externích financí. Dividenda snižuje náklady monitorování, na druhé straně její vyplácení znamená pro podnik nutnost externí zdroje získávat. Optimální dividendová politika minimalizuje součet těchto dvou kategorií nákladů.

Vysvětlení výplaty dividend pracující s efektem daňové klientely je založeno na tom, že různé skupiny akcionářů podléhají různému zdanění. Dávají-li podniky přednost určité třídě investorů, mohou je získat volbou dividendové politiky.

Odhad nákladů na vlastní kapitál na základě průměrné rentability

Další možností, jak určit náklady na vlastní kapitál, jsou údaje o průměrné rentabilitě vlastního kapitálu v odvětví.

Jeho výhodou je, že data o rentabilitě bývají dostupnější než data jiná. Nevýhodou však je možnost regulace účetní rentability pomocí tvorby a rozpouštění tichých rezerv. Jestliže můžeme předpokládat větší rozdíly mezi účetní a tržní hodnotou kapitálu, pak by bylo žádoucí mít k dispozici údaje o tržní a nikoliv účetní rentabilitě.

Odvození nákladů na vlastní kapitál z nákladů cizího kapitálu

Tato metoda vychází z poznatku, že náklady na vlastní kapitál jsou větší než náklady na kapitál cizí. Důvodem je skutečnost, že vlastník nese větší riziko než věřitel a požaduje tedy vyšší výnos. Potom můžeme postupovat jednoduše:

- zjistíme reálnou úroveň nákladů na cizí kapitál (před odpočtem daňové úspory z úroků),
- k nákladům na cizí kapitál přiřazíme několik procentních bodů a tím získáme určitý odhad nákladů na vlastní kapitál.

Úpravy nákladů na vlastní kapitál

Při většině způsobů jak určit náklady na vlastní kapitál, musíme na závěr zohlednit některé faktory specifického rizika, a to především velikost podniku a likviditu vlastnických podílů. (pokud již nebyly v rámci použité metody zohledněny).

Hovoříme-li o velikosti podniku, máme na mysli především skutečnost, že podnikání malých podniků je obvykle rizikovější než podniků velkých. Proto je žádoucí uvažovat při odhadu nákladů na vlastní kapitál o přírážce u menších firem asi v rozsahu 0 až 5 %.

Dále je třeba upravit náklady na vlastní kapitál o likviditu majetkových podílů. Doporučuje se volit tuto přírážku v rozmezí 2 až 5 %.

4.3.5 Průměrné náklady kapitálu (WACC)

Obecný vzorec pro výpočet vážené průměrné hodnoty nákladů kapitálu je následující:

$$WACC = N_D (1 - T) \cdot D/(D+VK) + N_{VK} \cdot VK/(D+VK) \quad (4-3.17)$$

kde: WACC = vážená průměrná hodnota nákladů kapitálu

N_D = náklady dluhu

$N_{VK} (r_e)$ = náklady vlastního kapitálu

D = tržní hodnota úročeného dluhu

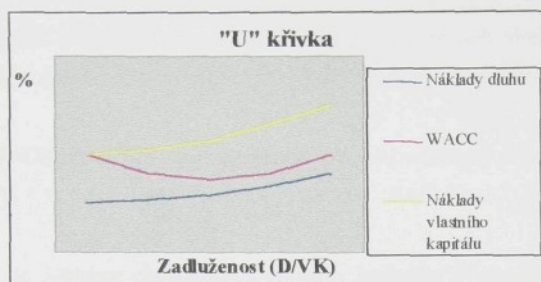
VK = tržní hodnota vlastního kapitálu

T = sazba daně z příjmu

Při určení struktury kapitálu v tržních hodnotách je možné použít pro výpočet buď současnou strukturu kapitálu, nebo cílovou strukturu kapitálu, respektive strukturu kapitálu obvyklou u srovnatelných podniků. Pokud je součástí strategických rozhodnutí změna struktury kapitálu, je potřeba vycházet z cílové struktury kapitálu (Copeland - Koller – Murrin, 1991).

Růst dluhu zvyšuje riziko akcionářů, protože jejich nároky jsou uspokojeny až po úhradě všech ostatních závazků. Růst podílu dluhu zvyšuje riziko vzniku platební neschopnosti, proto změny poměru dluhu a vlastního kapitálu mají vliv na náklady na jednotlivé zdroje kapitálu.

Maximální tržní hodnoty dosahuje podnik při minimálních průměrných nákladech kapitálu (obrázek 4-3.5).



Obrázek 4-3.5: Průběh nákladů vlastního kapitálu, nákladů cizího kapitálu a průměrných nákladů kapitálu (WACC)

Práce ekonomů Sweeney, Wargy a Winterse (1997) poukazuje na to, že empirické studie, které se zabývají průměrnými náklady kapitálu nebo je používají, často spoléhají na účetní hodnotu dluhu, i když teorie vždy propaguje použití tržní hodnoty. Tento postup může ovlivnit negativně výpočet poměrů zadluženosti a výpočet nákladů kapitálu. Rozdíly v účetní a tržní kapitálové struktuře jsou determinovány změnami v úrovni úrokové míry. (Tržní hodnota může být ovlivněna např. tím, že další zadlužení může ovlivnit hodnotu předchozího dluhu. To platí v případě, že další zadlužení je motivováno neočekávaným výpadkem cash flow). Odlišné hodnoty účetní a tržní vykazují zejména obligace.

Do cizího úplatného kapitálu se nezahrnují neúročená pasiva, jako jsou např. závazky vůči dodavatelům. Předpokládá se, že platby za tyto závazky jsou součástí placených cen. Kraftová – Pilař (2001) však ve své práci vyslovují domněnku, že v souladu s principem časové hodnoty peněz je třeba vycházet z toho, že takovýto kapitál šetří ostatní zdroje, které na sebe kapitál váží (tj. úročený cizí kapitál a vlastní kapitál) a ve svém důsledku tedy celkové náklady na kapitál snižují. Jak se tyto dvě různé úvahy promítnou do řešení úloh finančního řízení, které využívají nákladů kapitálu?

Vezměme jednoduchý příklad. Podnik má následující strukturu kapitálu (např. v mil. Kč):

Vlastní kapitál	50
Krátkodobé, neúročené závazky	30
Dlouhodobé závazky	20
Celkem	100

Náklady kapitálu:	$r_{VK} = 20 \%$
	$r_D = 12 \%$
Daňová sazba:	$T = 0,31$

a) Výpočet WACC pro případ zahrnutí krátkodobých, neúročených zdrojů:

$$WACC = 20 \% * 50/100 + 0 \% * 30/100 + 12 \% * (1-0,31) * 20/100 = 11,656 \%$$

b) Výpočet WACC pro případ nezahrnutí krátkodobých, neúročených zdrojů:

$$WACC = 20 \% * 50/70 + 12 \% * (1-0,31) * 20/70 = 16,651 \%$$

1. V případě, že počítáme ekonomickou přidanou hodnotu (EVA), násobíme průměrné náklady na kapitál výši použitého kapitálu: $WACC * C$. Potom v jednotlivých případech dostaneme:

a) $11,656 * 100 = 1165,6$

b) $16,651 * 70 = 1165,6$

Výsledky jsou identické.

2. V případě použití průměrných nákladů na kapitál pro diskontování peněžních toků v případě hodnocení investičních projektů nebo oceňování podniku jde o následující problém. V samotných peněžních tocích, které vycházejí z odhadů budoucích zisků (a dalších položek, které korigují zisk o položky, které neolivňují cash flow a o položky, které naopak v zisku započítané nejsou, ale vliv na cash flow podniku mají), jsou započítané náklady spojené s dodavatelskými úvěry tím, že je o ně navýšená cena prodávaných výrobků a služeb. Tím se zvyšují tržby podniku, které ovlivňují výši dosaženého zisku. Dodavatelské úvěry nesou samozřejmě také úrok, i když není implicitně vyjádřen. Podnik se poskytnutím dodavatelského úvěru vzdává možnosti tyto peníze zúročit ve svých aktivitách nebo v jiné investici. Výši úrokového zatížení dodavatelského úvěru lze vyčíslit v případě nabídnutého skonta za dřívější placení. Rozhodnutí o využití skonta vychází ze sazby skonta přepočtené na roční ekvivalentní sazbu z bankovního úvěru podle vztahu:

$$\dot{u}_{ef} = \frac{S}{z - s} \cdot 360 \quad (4-3.18)$$

kde: $\dot{u}_{ef}$ = efektivní úrok (ekvivalentní roční úroková sazba z bankovního úvěru v %)

S = sazba skonta v % z ceny

z = doba splatnosti závazku (dny)

s = lhůta pro poskytnutí skonta (dny)

To znamená, že v případě diskontování budoucích peněžních toků by jsme diskontovali vyšší peněžní toky, tj. včetně zvýšené ceny výrobků a služeb (v čitateli zlomků) nižšími hodnotami diskontní míry (ve jmenovateli zlomků). Výsledkem by bylo optimističtější hodnocení efektivnosti investičních projektů i vyšší hodnota ocenění než odpovídá realitě.

3. U určování optimální výši kapitálových výdajů by jsme přijetím nižších nákladů na kapitál přijímali i projekty s nižší výnosností a vydávali by jsme více peněz, než je pro podnik optimální.

4. U hodnocení výhodnosti jednotlivých zdrojů financování investičních záměrů používáme jako diskontní míru obvykle náklad kapitálu, kterým investiční projekt financujeme. Pokud vyjdeme z předpokladu, že dlouhodobý majetek financujeme dlouhodobým kapitálem, není potřeba tento problém řešit. Dlouhodobý kapitál nese náklad. Pokud by byl investiční projekt financován úplně nebo částečně i krátkodobými neúročenými cizími zdroji (což je ale velmi riskantní a často vede k platební neschopnosti), potom v případě plného financování krátkodobým kapitálem není nutné zvažovat časovou hodnotu splátek, tudíž ani používat diskontní sazbu. V případě částečného financování dlouhodobým kapitálem, odúčujeme pouze tuto částku a lze použít náklady dlouhodobého kapitálu. Tady totiž peněžní toky, které diskontujeme, představují pouze platby za použitý kapitál a ne výdělků podniku.

5. Náklady na kapitál v podmínkách mezinárodních trhů

V této kapitole bude pozornost věnována možnostem získávání zdrojů prostřednictvím podnikání v rámci multinacionálních společností a na mezinárodních finančních trzích.

5.1 Faktory ovlivňující náklady na kapitál u multinacionálních společností

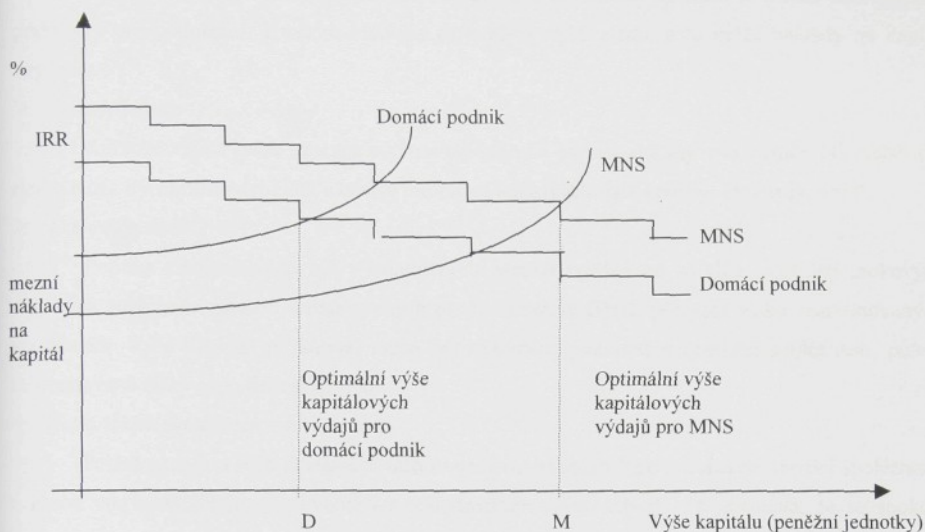
Multinacionální společnosti (dále MNS) působí v komplexnějším prostředí ve srovnání s domácími společnostmi. To znamená, že i náklady na kapitál jsou ovlivněny mnoha proměnnými v souvislosti se zahraničními trhy a jejich nedokonalostí. Často se předpokládá, že tyto společnosti jsou vystaveny většímu riziku a jejich náklady na kapitál se zvyšují právě díky tomuto zvýšenému riziku. Na druhé straně však MNS diverzifikují své riziko mezi různé země a tím snižují své systematické riziko. Faktory, které mohou ovlivnit náklady na kapitál u MNS, jsou následující:

➤ *Velikost podniku*

MNS z titulu své velikosti často získávají větší množství kapitálu, což se může odrazit v nižších nákladech na kapitál. Jsou známější a investoři jsou ochotnější těmto podnikům více půjčovat. Vzhledem k velikosti emisí akcií, obligací nebo bankovních a jiných půjček šetří tyto podniky na nákladech spojených se získáním zdroje financování.

➤ *Přístup ke kapitálu*

Vyšší dostupnost kapitálu na zahraničních trzích může vést ke snížení mezních nákladů na kapitál. To může být způsobeno menší likvidností domácího trhu, na trhu nemusí být prostor pro emisi cenných papírů nebo je omezen přístup k úvěrům. Pokud jsou příznivé podmínky zdanění, směnných kurzů a úrokových měr, přístup na zahraniční trhy může znamenat snížení nákladů na zdroje financování. Větší dostupnost zdrojů může také umožnit MNS udržet nebo dosáhnout požadovanou kapitálovou strukturu mnohem snadněji. MNS mohou šetřit na daních a využívat transferové ceny. Nižší náklady na kapitál a větší investiční příležitosti umožňují MNS zvýšit optimální výši kapitálových výdajů v porovnání s domácími podniky (obrázek 5-1.1).



Obrázek 5-1.1: Optimální výše kapitálových výdajů: domácí versus multinacionální společnosti

➤ Tržní segmentace

Tržní segmentace představuje existenci rozdílů mezi výnosností stejných cenných papírů na různých kapitálových trzích a také to, že některé investiční příležitosti mohou být dostupné pouze společností nebo investorům z jednotlivých tržních segmentů. Tato situace je obvykle vyvolána vládními omezeními pro pohyb kapitálu. Segmentace vede k omezenému přístupu ke kapitálu v jednotlivých zemích nebo tržních segmentech.

MNS může investicemi v různých zemích snížit systematické riziko a tím i náklady na kapitál. Tato společnost však s největší pravděpodobností bude operovat na trzích méně nebo více integrovaných. Pokud bude chtít vyjádřit náklady vlastního kapitálu a bude chtít použít např. metodu CAPM, jakou bezrizikovou úrokovou míru a jakou rizikovou přírážku tržního portfolia použije? Řešení, i když nevede ke zcela přesným výsledkům, nabízí Demirag-Goddard (1994). Pro segmentované trhy navrhuji přijmout hodnoty těchto veličin z trhu mateřské společnosti, pro více integrovaný trh světové hodnoty a použít vyšší nákladů z tohoto rozmezí.

➤ Mezinárodní diverzifikace

Nižších nákladů na kapitál mohou MNS dosáhnout z důvodů diverzifikace činnosti a místa podnikání, tudíž snížení rizika podnikání.

➤ *Politické riziko*

MNS může být vystavena v zemi, kde zakládá dceřinnou společnost riziku, že se změní podmínky pro podnikání. Z tohoto hlediska nese MNS vyšší riziko a to může náklady na kapitál zvyšovat.

➤ *Kurzové riziko*

Kurzové riziko může vést ke zvýšení nákladů na kapitál získaný v zahraničí. Nicméně toto riziko může být sníženo využitím nástrojů pro řízení kurzových rizik (swapy, forwardy, opce).

➤ *Daňová politika*

Politika zdanění může být v jednotlivých zemích odlišná co se týče možností úrokových daňových štítů nebo zdanění repatriovaných peněz mateřské firmě, případně zisků reinvestovaných v zahraničí. Výše nákladů na kapitál může být ovlivněna pozitivně v dceřinné společnosti, pokud reinvestované zisky nepodléhají zdanění.

➤ *Poskytování finančních informací*

Pokud podnik o sobě dostatečně informuje, jsou investoři lépe seznámeni s pozicí společnosti a nesou tak menší riziko v souvislosti s poskytováním svých zdrojů. To znamená, že se spokojí s nižším výnosem a tím i podnik nese nižší náklady na kapitál. U MNS je důležitá standardizace účetních výkazů a dalších informací poskytovaných investorům.

➤ *Kapitálová struktura*

Předpoklad, že optimální kapitálová struktura (tj. s minimálními náklady na použitý kapitál) vede k maximalizaci tržní hodnoty podniku, platí i pro MNS. Mezinárodní prostředí, ve kterém působí, přináší ovšem komplikace pro odhad optimální kapitálové struktury a průměrných nákladů na kapitál. Otázkou totiž je, čemu by se měla kapitálová struktura přizpůsobit:

- a) kapitálové struktury mateřské společnosti,
- b) normám, které odpovídají působišti dceřinné společnosti,
- c) nebo je lepší využívat možností, které má z hlediska minimalizace nákladů?

Shapiro (1989) navrhuje, aby kapitálová struktura dceřinné společnosti byla středem pozornosti pouze do té míry, do jaké ovlivňuje kapitálovou strukturu celé skupiny. MNS má minimalizovat náklady na kapitál skupiny s tím, že bere v úvahu kurzové riziko a lokální zdanění. Dceřinné společnosti mohou mít dluhový poměr i vyšší, aniž se jim zvyšují náklady na kapitál, protože investoři si riziko spojují s celou skupinou a její kapitálovou strukturou. Je běžné, že mateřská společnost poskytuje záruky za dceru. Vzhledem k těmto možnostem jsou často mezní náklady na kapitál u MNS konstantní v širším rozsahu zadluženosti společnosti.

Pokud je potřeba vyjádřit náklady na kapitál u MNS a použít je jako diskontní míru pro odůročení hotovostních toků v rámci investičního rozhodování nebo oceňování (např. při fúzích a

akvizicích), nejde o jednoduchou záležitost. Mohla by být použita technika jistotních ekvivalentů, tzn. že odhadnuté bezrizikové hotovostní toky by byly diskontovány bezrizikovou úrokovou sazbou. Problémem tohoto přístupu je ovšem odhad takovýchto hotovostních toků. Jinou možností je použití metody upravené čisté současné hodnoty, tj. vyčíslit NPV projektu pomocí předpokladu, že je plně financován vlastním kapitálem a potom tuto NPV upravit o „vedlejší efekty“ vyvolané zvoleným způsobem financování. Každý „vedlejší efekt“ potom diskontovat mírou, která odráží úroveň rizika. Typickými „vedlejšími efekty“ jsou daňové štíty z úroků a odpisů, dotace, pobídky atd. Problémem u tohoto postupu může být složitost odhadů těchto efektů a stanovení diskontních měr pro jejich odúročení.

Pro hodnocení investičních projektů musí MNS odhadnout hotovostní toky z plánovaného projektu, výdaje s ním související a daňové podmínky v hostující zemi. MNS by měla hodnotit pouze ty hotovostní toky, které mohou být repatriovány, protože pouze tyto toky mohou být použity pro výplatu dividend, financování dalších investičních příležitostí nebo platby závazků. Hotovostní toky projektu a hotovostní toky mateřské společnosti mohou být značně rozdílné vzhledem k daňovým opatřením, pohybům kurzů měn, k různým restrikcím ohledně repatriace zisků atd. Tam, kde jsou problémy s repatriací zisků, je možné využít manažerských honorářů nebo transferových cen k „vyzvednutí si“ hotovostních toků. Politika transferových cen umožňuje redukovat daňovou zátěž a kurzová rizika.

MNS se mohou financovat z interních nebo externích zdrojů.

Interní zdroje jsou zdroje vytvořené v síti mateřské a dceřinných společností. K interním zdrojům patří nerozdělený zisk a odpisy, zdroje od mateřské společnosti, transfery mezi dcerami.

Nerozdělené zisky a odpisy jsou významným zdrojem financování dceřinných společností. Repatriace výdělků mateřské společnosti ovšem může být v některých zemích problém, protože vlády přijímají různá omezení a podporují tím reinvestice ve vlastní zemi.

Mateřská společnost může poskytnout základní kapitál, přímé půjčky nebo poskytovat garance na půjčky. Pokud mateřská společnost navýší základní kapitál, má dcera současně větší kapacitu dalšího zadlužení a zvyšuje se jí dostupnost těchto zdrojů. Pro mateřskou společnost je tato cesta financování méně výhodná, kapitál není flexibilní (v případě nutnosti stáhnout jej zpátky), podíly na zisku jsou zdaněny. Proto se MNS často vyhýbají příliš velkým investicím ve formě základního kapitálu do svých zahraničních dcer. Výhodnější jsou přímé půjčky od mateřské společnosti – z hlediska možnosti repatriace, daňových úrokových štítů a toho, že splátky nepodléhají daním. Takto šetří na daních i mateřská i dceřinná společnost. Pokud mateřská společnost nemůže poskytnout dceři půjčku, může poskytnout alespoň záruky na úvěr od jiných investorů.

Půjčky od jiných dceřinných společností také významným způsobem ovlivňují financování MNS. Tyto finanční linky mohou ovšem komplikovat mateřské společnosti finanční dohled nad dcerami.

K způsobům externího financování MNS můžeme přiřadit joint-ventures s domácími vlastníky nebo úvěry od finančních institucí v zemi mateřské společnosti, dceřinné společnosti nebo v dalších zemích; případně státní dotace. Často bývá upřednostňován domácí investor a to z důvodů kurzových rizik, omezení vlády nebo z důvodů dobrých vztahů a podmínek, které nabízejí např. místní banky.

Výpočet nákladů cizího kapitálu u MNS je poměrně komplikovaný z více důvodů. Prvním důvodem je to, že MNS si mohou půjčovat na euroměnových trzích, mezinárodních dluhopisových trzích anebo na národních finančních trzích. Musí proto odhadnout proporce, v jakých si budou na kterých trzích půjčovat. Dále musí znát daňové podmínky – určit je pro každý trh, na kterém si budou půjčovat a zjistit možnost využití daňových štítů. Nakonec musí být nominální hodnota splátek dluhu a plateb úroků upravena vzhledem na zisky nebo ztráty, které plynou z kurzových rizik (pokud je dluh denominován v cizí měně).

Úrokové míry půjček lze vzhledem na kurzová rizika z pohledu mateřské společnosti přepočítat na efektivní úrokovou míru následovně:

$$r = (1 + i_f)(1 + i_e) - 1 \quad (5-1.1)$$

kde: r = efektivní úroková míra vyjádřena pro měnu mateřské společnosti před zdaněním

i_f = úroková míra půjčky

i_e = procentuální změna v kurzu měny půjčky vůči měně mateřské společnosti

Přepokládejme, že dceřinná společnost v zahraniční potřebuje financovat novou investici ve výši I (v měnové jednotce mateřské společnosti). Investice bude financována tímto způsobem: ve výši M od mateřské společnosti + Z ve formě vlastního nerozděleného zisku + D ve formě dluhu. Pokud chceme zhodnotit efektivnost tohoto projektu, potřebujeme znát náklady na kapitál. Ty můžeme spočítat na základě následujícího vztahu (Shapiro, 1978):

$$WACC_I = WACC_M + (1 - L)(r_e' - r_e) - Z/I(r_e' - r_s) - D/I[i_D(1 - T) - i_n] \quad (5-1.2)$$

kde: $WACC_M$ = náklady na kapitál u mateřské společnosti

L = dluhový poměr mateřské společnosti

r_e' = požadovaná výnosnost nového poskytnutého kapitálu od mateřské společnosti

r_e = výnosnost vlastního kapitálu mateřské společnosti

r_s = výnosnost repatriovaných zisků po zdanění

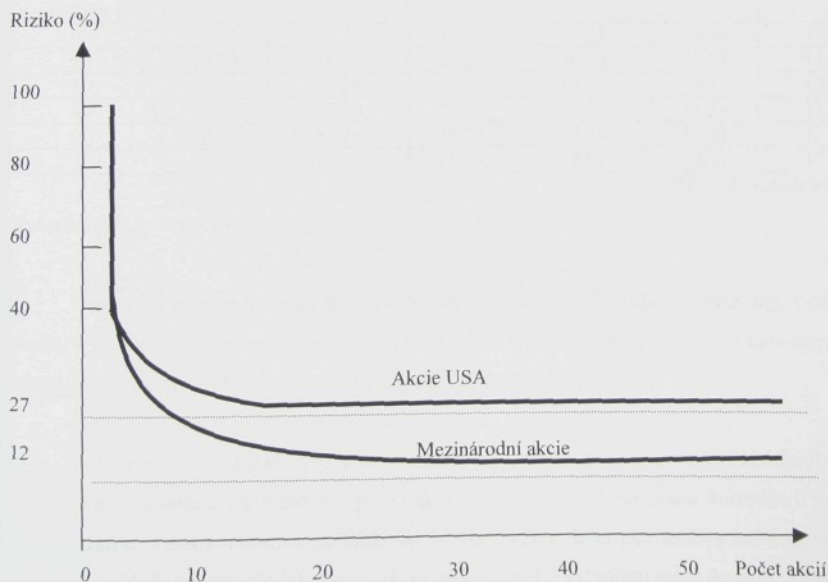
i_D = úroková míra dluhu mateřské společnosti

i_n = úroková míra nového dluhu vyjádřena v měně země mateřské společnosti včetně anticipace zhodnocení nebo znehodnocení měny po zdanění

V souvislosti s touto problematikou je nutné se zmínit o tzv. strategických aliancích, které jsou mezi podniky vytvářeny z důvodů dosahování úspor z rozsahu a různých komerčních výhod, ale i z důvodu finanční výpomoci. Strategickou aliancí nazýváme jakoukoliv dohodu mezi podniky o dosahování společných strategických cílů. Mohou mít podobu licencí, manažerských kontraktů nebo joint ventures.

5.2 Důvody vytváření mezinárodních portfolií a přímých zahraničních investic

Podporu pro mezinárodní diverzifikaci portfolia investorů vyjadřuje řada studií. Na obrázku 5-2.1 je možné vidět výsledek výzkumu Solnika (1996) – rozdíly v systematickém a nesystematickém riziku, které nesou investoři, kteří investovali do portfolia amerických akcí a riziku, které nesou investoři do mezinárodního portfolia.



Obrázek 5-2.1: Výhody mezinárodní diverzifikace

Proč při diverzifikaci investic v rámci mezinárodního portfolia došlo i ke snížení systematického rizika? Víme, že systematické riziko nelze snížit diversifikací, je to riziko, kterému jsou vystaveny všechny subjekty v rámci dané ekonomiky. V mezinárodním kontextu se však riziko jednotlivých zemí (např. vyplývající z inflace, měnové kontroly, kurzových rizik, daňových změn atd.) stává nesystematickým a lze jej diverzifikací snížit. Systematickým rizikem v tomto kontextu zůstává např. možnost celosvětové recese, světových válek, změn v nabídce surovin a energie.

Vedle rizika investoři samozřejmě posuzují výnos z investice. Zajímavý výzkum provedli ekonomové Eaker a Grant (1990). V tabulce 5-2.1 jsou uvedeny údaje o výnosnosti a standardní odchylce různých portfolií – 100 % US a mezinárodních portfolií se stejným podílem pěti zahraničních indexů (Kanada, Německo, Japonsko, Švýcarsko a Velká Británie) se snižujícím se US podílem. Tyto portfolia jsou posuzovány buď jako zajištěné, nezajištěné anebo selektivně zajištěné proti kurzovým rizikům. Z tabulky je zřejmé, že u portfolií roste výnosnost se zvyšujícím se podílem zahraničních investic a dokonce až do výše 60 % podílu zahraničních investic klesá i riziko.

Podíl USA cenných papírů v portfoliu (%)	Zajištěné portfolio		Nezajištěné portfolio		Selektivně zajištěné portfolio	
	Výnos	Směrodatná odchylka	Výnos	Směrodatná odchylka	Výnos	Směrodatná odchylka
100	13.56	15.71	13.56	15.71	13.56	15.71
80	13.34	14.59	14.10	14.50	14.57	14.55
60	15.11	13.96	14.63	13.57	15.57	13.70
40	15.88	13.89	15.17	12.97	16.58	13.23
20	16.66	14.38	15.70	12.74	17.58	13.18
0	17.43	15.38	16.24	12.91	18.59	13.54

Zdroj: Eaker-Grant, 1990

Tabulka 5-2.1: Výkonnost portfolií

Investoři mohou investovat a diverzifikovat své portfolio různými způsoby: mohou nakoupit podíly v podílových fondech, nakoupit GDR (Global Deposit Receipts), přímo nakupovat zahraniční cenné papíry nebo investovat do multinacionálních společností.

Přímé zahraniční investice jsou investice, při kterých domácí investoři získávají takový podíl na základním kapitálu zahraničního podniku, který umožňuje jeho plnou kontrolu. Přímé investice jsou základem vzniku multinacionálních společností. Přímé investice mohou nabývat formu nákupu podílu na základním kapitálu, akvizice celého podniku nebo vytvoření nové dceřinné společnosti.

K faktorům motivujícím přímé investice patří:

- snížení přímých a nepřímých nákladů,
- snížení nákladů na kapitál,
- snížení daňové zátěže,
- snížení logistických nákladů,
- překonání celních a obchodních bariér,
- poskytování lepších služeb zákazníkům,
- snížení kurzového rizika,
- diverzifikace na straně inputu, outputu a zisku,
- využití příznivějších právních předpisů,
- následování obchodních partnerů.

Efektivnost těchto investic je možné hodnotit pomocí upravené čisté současné hodnoty. Výpočet upravené čisté současné hodnoty (ANPV = adjusted net present value) potom může vypadat takto (Durčáková - Mandel, 1998) :

$$\begin{aligned} \text{ANPV} = & - (ER_0 C_0 - ER_0 AF_0) + \frac{(ER_n^e \cdot OCF_n^e - LS_n^e) \cdot (1 - T)}{(1 + IR)^n} + \\ & + \frac{ER_n^e \cdot (D_n + IR \cdot NP_n) \cdot T}{(1 + IR)^n} + \frac{TD_n}{(1 + IR)^n} + \frac{NOFC_n}{(1 + IR)^n} \end{aligned} \quad (5-2.1)$$

kde:

- LS_n^e - očekávané ztráty v cash – flow u ostatních poboček a subsidiary v zahraniční měně,
- AF_0 - aktivizace nedobytných pohledávek v zahraničí,
- TD_n - daňové zvýhodnění (znevýhodnění) zahraniční investice ve srovnání s domácí výrobou vyjádřené v absolutní částce a v domácí měně,
- $NOFC_n$ - převody důchodů neoficiální cestou vyjádřené v absolutní částce a v domácí měně,
- C_0 - náklady projektu ve výchozím období denominované v zahraniční měně,
- ER_0 - devizový kurs výchozího období,
- OCF_n^e - očekávaný oficiální cash – flow v příštích obdobích denominovaný v zahraniční měně,
- ER_n^e - očekávaná hodnota kursu v n-tém období,
- T - daňová sazba,
- IR - domácí tržní úroková míra,
- D_n - odpisy v n-tém období v zahraniční měně,
- NP_n - nesplacená jistina v n-tém období v zahraniční měně.

Fúze a akvizice jsou ekonomicky zdůvodnitelné pouze v případě, že se zvýší hodnota podniku. Tu lze vyjádřit následovně:

$$\text{hodnota podniku} = \frac{\text{zisk před zdaněním, resp. peněžní toky} \times (1 - \text{sazba daně z příjmu})}{\text{kalkulační úroková míra}} \quad (5-2.2)$$

Každý z uvedených faktorů ovlivňuje hodnotu podniku:

➤ zisky před zdaněním

Fúze a akvizice umožňují využívat synergické efekty a úspory z rozsahu z důvodů vytvoření většího celku s více příležitostmi. To může přinést zvýšení zisku nebo snížení rizika, případně obojí.

➤ daně

Daňové úspory z fúzí a akvizic mohou vyplynout z možností uplatnit ztráty z předešlých let jednoho z podniků a tím snížit daňový základ ziskového podniku.

➤ kalkulační úroková míra (diskontní míra)

Dá se očekávat, že diskontní míra pro odúročení očekávaných výdělků bude v těchto případech nižší. Velké podniky mají obvykle jednodušší cestu k získání kapitálu a získávají ho levněji než malé podniky. Větší podniky jsou mezi investory známější a jejich cenné papíry likvidnější. Dále mohou lépe namíxovat poměr dluhu a vlastního kapitálu a tím snížit náklady na kapitál. Může u nich totiž dojít ke zvýšení dluhové kapacity nebo platí, že věřitelé v některých zemích jsou ochotnější půjčovat peníze a respektují i vyšší dluhové poměry.

➤ další faktory

Existuje více dalších faktorů, které ovlivňují mezinárodní fúze a akvizice, např. kurzové rozdíly, různé obchodní a finanční bariéry aj.

5.3 Podniková strategie pro internacionalizaci nákladů na kapitál

Internationalizace nákladů na kapitál představuje podle Oxelheima (1998) proces, kterého se účastní tři typy stakeholderů: manažeři podniků, regulátoři a investoři. Regulátoři izolují domácí finanční trhy od globálních. Manažeři se snaží eliminovat nevýhody tím, že obcházejí bariéry a restrikce vytvořené regulátory. Investoři hledají nové příležitosti, jak zvýšit zisky a snížit riziko vytvářením efektivnějších portfolií.

V této souvislosti se nabízejí otázky:

- Na jakých mezinárodních trzích se podniky mohou ucházet o zdroje financování a jaké zdroje jsou jim nabízeny?

- Za jakých podmínek má podnik naději, že zdroje na těchto trzích získá za přijatelných podmínek?
- Je pro podnik výhodné účastnit se mezinárodních trhů (tzn. že jeho cenné papíry jsou obchodovány na těchto trzích) z hlediska jeho tržní ceny?

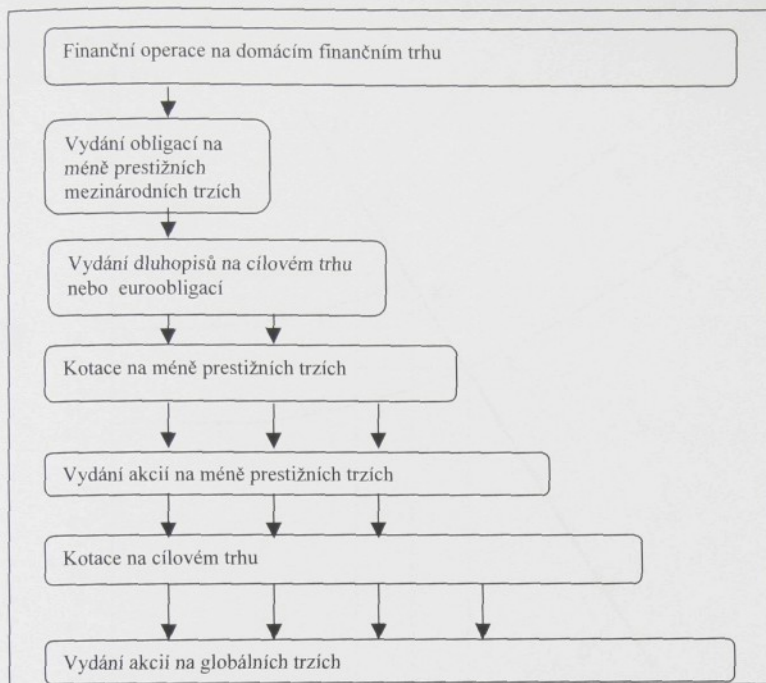
V souvislosti v první otázkou je nutné říci, že v současnosti neexistuje globální finanční trh, pouze síť národních finančních trhů. V případě absence globální centrální banky a globálních institucí se vytváření globálního trhu děje prostřednictvím postupného sbližování národních trhů, kde se obchoduje s různými aktivy na různém stupni deregulace a likvidity. Už jednotlivé národní finanční systémy mohou být klasifikovány na tzv. tržní systémy s velmi malým státním vlivem (např. USA, UK) a systémy založené na významné roli bank a současně s velkým vlivem státu na finanční trhy (např. Německo, Japonsko, Francie). Z toho vyplývá i možnost získávání jednotlivých zdrojů financování i výše nákladů na jednotlivé druhy kapitálu na těchto trzích. Tam, kde jsou málo rozvinuté trhy akcií a obligací a převažuje preference bankovních úvěrů, může docházet k tomu, že jsou bankami akceptovány vyšší dluhové poměry u podniků v porovnání s tržně orientovaným finančním trhem, anebo identické dluhové poměry nepředstavují ve všech zemích identické riziko.

V této souvislosti je nutné se zmínit o vlivu zavedení společné evropské měny na strukturu a rozvoj dosud nedostatečně rozvinutých finančních trhů eurozóny, což ve svém důsledku zvyšuje úlohu zejména kapitálových trhů v Evropě rychleji, než se původně očekávalo. Jde především o integraci národních peněžních trhů do jediného trhu eurozóny a rychlý rozvoj trhu soukromých dluhopisů. Ještě v polovině roku 1999 hrály podnikové dluhopisy okrajovou roli (představovaly pouhou jednu dvacetinu celkových bankovních úvěrů). Již v prvním roce EMU se však trh s podnikovými dluhopisy zdvojnásobil (mimo jiné se takto financovaly mnohé fúze a akvizice). Kromě prudkého nárůstu fúzí a akvizic v eurozóně po zavedení eura přispělo k růstu trhu podnikových dluhopisů vydaných v euru rovněž chování investorů. Institucionální investoři začali restrukturalizovat portfolio podle sektorů a investovat do dluhopisů nefinančních podniků s vysokým výnosem. Možnosti diverzifikovat riziko investicemi do různých národních (zejména státních) dluhopisů v eurozóně totiž dále klesaly, přičemž možnosti získat větší návratnost pro určitou úroveň portfolio diverzifikací kurzových rizik přestaly existovat. Růst trhu se soukromými dluhopisy vydanými v euru je známkou zvýšeného významu přímého financování a orientace finanční struktury eurozóny směrem k sekuritizaci. Svědčí o tom i stálý růst celkového počtu podniků kótovaných na burzách v zemích eurozóny. Nicméně eurozóna si udržuje mezinárodně nejvyšší aktivitu bankovního zprostředkování (současně s trendem snižování počtu bank, rychle rostoucího tržního podílu nejvýznamnějších bank a růstem bankovních aktiv). Růst aktivity v oblasti fúzí a akvizic v eurozóně revitalizoval i trh syndikátních úvěrů.

Některé domácí trhy jsou chráněny před vlivem zahraničních trhů. Omezení se mohou týkat např. možnosti vydání zahraničních cenných papírů na domácím trhu. Méně používané jsou restrikce, které omezují emisi cenných papírů domácích podniků na zahraničních trzích.

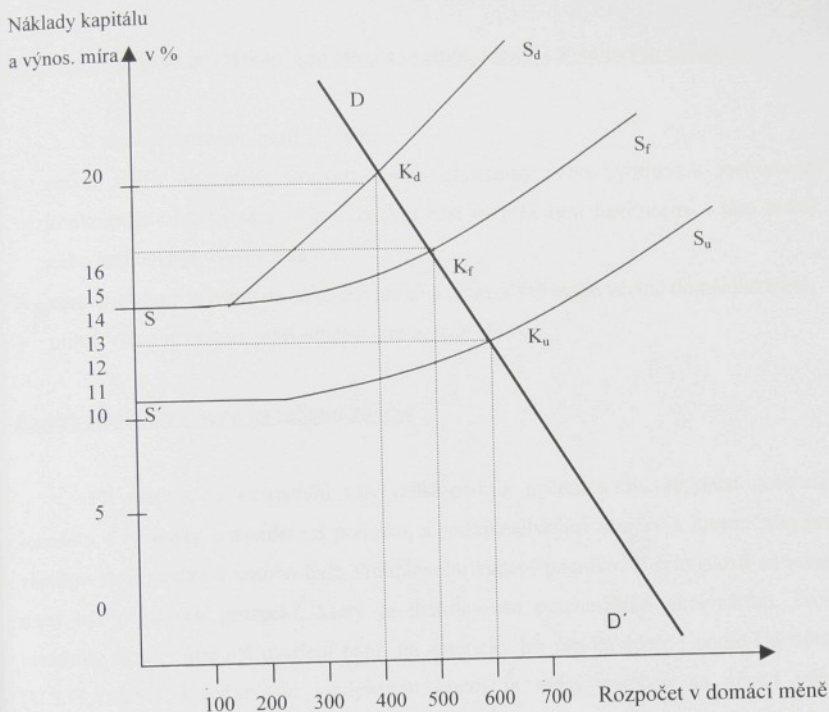
Ve svých studiích se Oxelheim a kol. (1998) zabývali vývojem trhů v zemích severní Evropy (Dánska, Finska, Švédsko a Norsko). Mimo jiné studovali zajímavou zkušenost, kterou udělaly tyto trhy s emisí cenných papírů domácích podniků na zahraničních trzích. Až do 80-tých let byly trhy v těchto zemích značně regulovány, neefektivní a málo likvidní. Později došlo a dochází k poměrně velké liberalizaci těchto finančních trhů a současně dochází k nárůstu cenných papírů domácích podniků na zahraničních trzích. Autoři se zamýšlejí nad otázkou, proč právě v období, kdy se podmínky na domácích trzích začaly zlepšovat, dochází k tomuto jevu. Zkoumali vývoj tržních cen akcií jednotlivých podniků po oznámení nové emise akcií. (V praxi dochází obvykle po oznámení nové emise ke snížení ceny akcií.). Výsledkem jejich pozorování bylo zjištění, že ceny akcií po oznámení nové emise na domácích trzích klesaly, po oznámení emise na zahraničních trzích naopak ceny akcií vzrostly. Trhy pozitivně ocenily emisi akcií na zahraničních trzích.

Pro uvedení na zahraniční kapitálové trhy a získání kapitálu na těchto trzích je možné podnikům navrhnout postup znázorněný na obrázku 5-3.1. Pokud by chtěl neznámý podnik hned vydávat cenné papíry na trzích např. NYSE (USA), LSE (UK) nebo tokijské burze (Tokyo Stock Exchange), asi by neuspěl.



Obrázek 5-3.1: Alternativní cesty k internacionalizaci nákladů kapitálu a dostupnosti kapitálu

Pokud se podniku pocházejícího ze země se segmentovaným, neefektivním a málo likvidním trhem podaří prosadit na vyspělých zahraničních kapitálových trzích a získat kapitál, je prokázáno, že se mu podaří snížit náklady na kapitál. Na obrázku 5-3.2 křivka SS_d představuje mezní náklady na kapitál podniku na segmentovaném a nelikvidním trhu. Křivka SS_f představuje snížené mezní náklady na kapitál, pokud podnik získá přístup na likvidnější kapitálový trh. Křivka $S'S_0$ představuje efekt vyplývající z přesunu ze segmentovaného na integrovaný kapitálový trh. Výsledkem kombinace efektů z většího přístupu ke kapitálu a mezinárodního ocenění podnikových cenných papírů, je snížení mezních nákladů na kapitál z 20 na 13 %. Optimální výše kapitálových výdajů se zvýší ze 400 na 600 jednotek domácí měny.



Obrázek 5-3.2: Segmentace trhu, dostupnost zdrojů a náklady kapitálu (Dullum – Stonehill, 1983)

Vysoké náklady na kapitál mohou znevýhodňovat celé ekonomiky. Investiční záměr s kladnou čistou současnou hodnotou přijatý v jedné zemi, může při vysokých nákladech na kapitál v jiné zemi dosáhnout zápornou čistou současnou hodnotu a může být odmítnut. Z toho vyplývá, že pochopení významnosti nákladů na kapitál není jenom záležitostí manažerů podniků, ale i politiků zainteresovaných na ekonomickém růstu země.

Podniky mohou mít zájem o uvedení na zahraniční kapitálový trh i z jiných důvodů než je získání zdrojů financování, např.:

- chtějí zviditelnit firemní výrobky a služby zákazníkům, dodavatelům, věřitelům, případně vládě,
- ulehčit svým akcionářům ze zahraničí obchodovat s akciemi na jejich domácím trhu a tak zvýšit likviditu těchto cenných papírů,
- vyhovět požadavkům státu pro financování zahraničních investic,
- dosáhnout cenu akcií vytvořenou na integrovaných trzích, pokud doma je trh segmentován a další.

Nástroje používané pro získání kapitálu na mezinárodních kapitálových trzích

K těmto nástrojům patří zejména:

- emise akcií, dluhopisů, konvertibilních dluhopisů nebo hybridních instrumentů na jednom konkrétním trhu (upsaná celá nebo její část investičními institucemi v této zemi); emise může nebo nemusí být uvedena na trh,
- euroemise - prodávané na několika trzích současně (obvykle včetně domácího trhu),
- přímý vstup investora jako součást strategické aliance.

Bariéry a náklady vstupu na zahraniční trhy

Při vstupu na zahraniční trhy musí podnik počítat s tím, že musí potenciální investory seznámit s výsledky hospodaření podniku, s podnikatelskými záměry a investičním programem. To všechno stojí peníze a mnoho času vrcholového vedení podniku. V souvislosti se vstupem na burzu musí být připraven prospekt, který je distribuován potenciálním akcionářům. Prospekt a další materiály musí v případě uvedení např. na americký trh uvádět údaje i podle US účetního systému (U.S.G.A.A.P.). Uvedení na londýnskou burzu je méně náročné na účetní výkazy a jejich standardizaci, ale stejně jako na americkém trhu je potřeba strávit mnoho času s představením investičního programu. Vzhledem k nákladům na výkaznictví podle amerických standardů je na londýnské burze dvojnásobek zahraničních firem než na NYSE. Ovšem likvidita na NYSE je obvykle vyšší. Oblíbenou formou uvedení na tento trh je emise ADR (American Depository Receipts). Jiné burzy jsou méně přísné, ale také méně likvidní.

Náklady na emisi podle výše emise se mohou pohybovat mezi 3 až 10 % výnosů emise. Protože jsou vysoké, dávají podniky přednost uvedení na jednu z velkých a likvidních burz. I když náklady spojené s uvedením na burzu jsou poměrně vysoké, obvykle se podaří snížit náklady na kapitál, protože odstranění neurčitých informací o minulém vývoji vede k solidní základně pro odhad budoucího cash flow a příležitosti podniku.

Budoucnost vstupů a emisí na zahraničních trzích

Zejména euroemise se jeví jako velmi perspektivní způsob získávání peněz při relativně nízkých nákladech. Uvádění podniků na zahraniční burzy bude pravděpodobně pokračovat z výše uvedených důvodů, nicméně vzhledem k pokračujícímu trendu k integraci trhů a odstraňování bariér vymizí výhody přímých emisí. Výhody mezinárodní diverzifikace budou dále motivovat portfoliové investice. Dnes nejsou některá portfolia optimálně diverzifikována a to z důvodů „vlastenectví“,

kurzových rizik, rozdílů ve zdanění, rozdílů v účetnictví a výkaznictví a politického rizika. Vývoj, který lze očekávat, souvisí s trendy standardizace účetnictví, výkaznictví a daňových zákonů.

V této souvislosti je možná zajímavá situace ve vývoji burzovních obchodů. Přestože se burzy ocitají pod tlakem sjednocení, jejich počet se v Evropě zvyšuje. USA mají pouze tři národní a pět regionálních burz, V Evropě jich je více než 30. Tři největší evropské burzy - London Stock Exchange, Deutsche Börse a Euronext (vzniklá spojením pařížské, amsterdamské a bruselské burzy) se v letošním roce zbavily vzájemného propojení. Všechny tři však začaly nabízet své akcie na trhu. Zajímavé je, že tyto burzy nejsou ohrožovány jenom rivaly z kontinentální Evropy, ale také začínajícími burzami (např. Virt-X), které mají výrazně nižší náklady (efektivnější clearing i vypořádání obchodů).

6. Náklady na kapitál v podmínkách české ekonomiky

6.1 Analýza ekonomického prostředí vytvářejícího podmínky pro řízení financí podniku

Vzhledem k tomu, že výše nákladů na jednotlivé druhy kapitálu, které podniky používají pro své financování jsou významně ovlivňovány makro- i mikroekonomickými podmínkami, je následující část věnována nejvýznamnějším vlivům na výši těchto nákladů. Zvláštní podkapitola je věnována zdrojům financování a jejich dostupnosti pro podniky v českém ekonomickém prostředí.

6.1.1 Makroekonomické a mikroekonomické prostředí v ČR

Ekonomické prostředí je důležitou součástí okolí každého podniku. Možno na něj nahlížet ze dvou rozdílných pohledů, na základě kterých můžeme rozlišovat:

- 1) makroekonomické prostředí - je charakterizováno vývojem agregátních ekonomických veličin, které charakterizují stav ekonomiky každé země. Žádný podnik není dostatečně velký, aby mohl přímo ovlivňovat jejich vývoj. Faktem je ale skutečnost, že vývoj těchto veličin působí na každý podnikatelský subjekt v rozdílné míře. Schopnost podniku předvídat a akceptovat vývojové trendy měnícího se makroekonomického prostředí ve strategickém řízení je jednou z podmínek pro udržení konkurenceschopnosti podniku v dlouhodobém časovém horizontu. K důležitým makroekonomickým veličinám patří vývoj HDP, inflace, nezaměstnanosti, úrokových měr, kurzu měny, zahraničního obchodu, platební bilance aj.
- 2) mikroekonomické prostředí - je charakterizováno podmínkami, kterým jsou podniky vystaveny. Jedná se o podmínky, které přímo ovlivňují vstup nového podnikatelského subjektu do odvětví a následně jeho podnikatelské aktivity a také regulační rámce při výstupu z odvětví. Do souboru hlavních komponent prostředí mikrosféry patří: přístup k zápůjčním fondům, daňový systém, celní politika, regulační rámce při vstupu do odvětví a výstupu z odvětví, privatizace a státní intervencionismus.

Zmapování vývoje makroekonomických a mikroekonomických podmínek, případně predikce tohoto vývoje pro účely předkládané práce bylo ukončeno k 31.8.2001.

Vývoj základních makroekonomických veličin v letech 1996-2000 a jejich predikce na období 2001-2004 jsou uvedeny v tabulce 6-1.1 a 6.1.2. Vývoj platební bilance lze najít v příloze B, investiční pozici ČR vůči zahraničí v příloze C.

		1996	1997	1998	1999	2000
Hrubý domácí produkt	Mld. Kč, b.c.	1 567.0	1 679.9	1 837.1	1 887.3	1 959.5
Hrubý domácí produkt	předch. r. = 100, s.c.	104.3	99.2	98.8	99.6	102.9
Míra inflace	%	8.8	8.5	10.7	2.1	3.9
Míra nezaměstnanosti	%	3.9	4.8	6.5	8.7	8.8
Podíl BÚ na HDP	%	-7.4	-6.1	-2.3	-2.9	-4.7

Zdroj: Ministerstvo financí ČR

Tabulka 6-1.1: Vývoj vybraných makroekonomických veličin v ČR v období 1996-2000

Predikce		2001	2002	2003	2004
Hrubý domácí produkt	Mld. Kč, b.c.	2 112.0	2 272.0	2 370.0	2 546.0
Hrubý domácí produkt	předch. r. = 100, s.c.	103.6	103.8	103.8	104.0
Míra inflace	%	5.1	4.6	4.4	4.0
Míra nezaměstnanosti	%	8.0	7.7	7.2	7.0
Podíl BÚ na HDP	%	-5.6	-5.4	-4.0	-3.5

Zdroj: Ministerstvo financí ČR

Tabulka 6-1.2: Předpovědi vybraných makroekonomických veličin v ČR na období 2001-2004

Inflace měřená meziročním růstem CPI zaznamenala v poledních letech výrazný pokles. Pokles inflace byl způsoben zejména slabou domácí poptávkou v důsledku hospodářské recese a poměrně silným kurzem koruny v roce 1998. Svou roli sehrály i nízké ceny surovin na světových trzích a také restriktivní měnová politika ČNB. Všechny faktory, které v období let 1998 a 1999 působily na snižování inflace, v roce 2000 působily právě naopak. V průběhu roku 2001 dochází ke zvyšování cenové hladiny, některé ekonomické subjekty předpovídají až 5 % inflaci za tento rok.

Nejdůležitější zahraniční měnou v devadesátých letech pro ČR byla DEM a to zejména z důvodu, že podíl českého vývozu do Německa představoval zhruba 40%. Počátkem roku 1999 její místo zaujala nová evropská měnová jednotka euro. Podle údajů MPO náš vývoz do států Evropské unie tvoří téměř 70 % celkových vývozu.

Od ledna 1991 ČNB zavedla a udržovala pevný kurz koruny a používala kurzu jako nominální kotvy naší ekonomiky. Kurz byl tak po dlouhé období naší transformace stabilizován na úrovni cca 28 CZK/USD a 18 CZK/DEM. Pevný kurz však byl v období silného přílivu zahraničního kapitálu a později rostoucí vnější nerovnováhy neudržitelný a tak ČNB od února 1996 rozšířila flukтуаční pásmo kolem parity kurzu +/- 7,5%. Kurz se mohl volně pohybovat ve flukтуаčním pásmu, ale centrální parita zůstala nezměněna. V roce 1996 se kurz vůči DEM zhodnocoval. Prohlubující se

problémy v obchodní bilanci nutily ČNB výrazněji na tuto situaci reagovat. Narůstající vnější nerovnováha české ekonomiky potom přiměla ČNB v roce 1997 zavést plovoucí měnový kurz. Tím se pro investory zvýšilo kurzové riziko.

Od druhé poloviny roku 1996 měla měnová politika ČNB restriktivní charakter, který spočíval ve zvyšování repo sazeb, diskontní a lombardní sazby a sazby povinných minimálních rezerv. Restrikce měla vliv na příliv zahraničního kapitálu, revalvační tlaky na českou korunu, na prohlubování deficitu obchodní bilance resp. běžného účtu platební bilance. Nepříznivý vývoj v obchodní bilanci v r.1997 vedl k útoku na českou korunu. Úroková míra byla nástrojem, kterým se snažila ČNB zabránit devalvaci devizového kurzu. V roce 1997 zvýšila úrokové sazby a dále zpomalila růst peněžní zásoby a je pravděpodobné, že toto chování centrální banky se podepsalo na poklesu hospodářství. Od podzimu 1998 docházelo ke snižování úrokových sazeb. V tomto období ČNB přešla na nový způsob realizace monetárních cílů – „cílovaní inflace“.

Otázkou je, jakou reakci na trhu vyvolalo toto snižování úrokových sazeb. Vyspělé trhy obvykle reagují na změny klíčových úrokových sazeb velmi rychle – v průběhu hodin prvního dne oznámení. Podpiera (2000a) sledoval reakci českého finančního trhu na změny úrokových sazeb a došel k závěru, že trh není schopen předvídat změny repo sazby a přizpůsobení nové informaci trvalo několik dní. Nejlépe reagovaly sazby na mezibankovním trhu (PRIBOR), zatímco s rostoucí splatností se reakce na změnu repo sazby postupně snižovala. Devizový ani akciový trh systematickou reakci nevykazovaly.

Vývoj základních úrokových sazeb je uveden v tabulce 6-1.3.

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	VII. 2001
v %								
Diskontní sazba	8,5	9,5	10,5	13,0	7,5	5,0	5,0	4,25
Lombardní sazba	11,5	12,5	14,0	23,0	12,5	7,5	7,5	5,25
Repo sazba 2T	-	11,3	12,4	14,75	9,5	5,25	5,25	6,25
Povinné min. rezervy				9,5	7,5	2,0	2,0	2,0

Zdroj: ČNB

Tabulka 6-1.3: Základní úrokové sazby v ČR

Statistická data dávají dále podnět k zamyšlení nad otázkou, zda pro českou ekonomiku platí závislost zvyšování investic a podpora růstu ekonomiky při snížení úrokových sazeb, nebo např. snížení povinných minimálních rezerv (PMR). Snížení PMR ze 7,5 % na 5 % v r.1999 uvolnilo bankám 25,5 mld. Kč. Bezprostředně po této změně se objem poukázek ČNB v portfoliu bank zvýšil o 25,4 mld. Kč. Po dalším snížení minimálních povinných rezerv se banky chovaly podobně. Mnozí ekonomové tvrdí, že v bankovním sektoru je dostatek peněz, které by mohly být využity k úvěrové

expanzi. Banky jsou ovšem opatrné, půjčovat budou ochotny teprve tehdy, až se zbaví vysokého podílu klasifikovaných úvěrů a budou mít přiměřeně zaručeno, že zapůjčené peníze dostanou zpět.

Vývoj míry tuzemských úspor vykazoval v průběhu 90-tých let poměrně vysokou míru stability - kolem 28-30 %. Na druhé straně vývoj míry investic měl silněji rozkolísaný vývoj pohybující se v rozmezí 27,5-32 %. V dalších letech se očekává řádová rovnováha mezi mírou úspor a investic.

K hlavním rysům vývoje úvěrové emise v minulém období byla její nadměrnost, která byla prokázána nízkou efektivností alokace úvěrových zdrojů. Nejvyšší objemy stavu úvěrů byly docíleny v roce 1997. Od té doby došlo k poklesu stavu úvěrů. Na tomto snížení se ve větší míře podílejí odpisy úvěrů a přesuny klasifikovaných úvěrů mimo bankovní bilanci.

Vývoj úrokových sazeb z celkového stavu úvěrů a z nových úvěrů je uveden v tabulce 6-1.4.

V %	Průměrné roční úrokové míry z celkového stavu úvěrů				Průměrné roční úrokové sazby z nových úvěrů			
	<i>Celkem</i>	<i>Krátk.</i>	<i>Středn.</i>	<i>Dlouh.</i>	<i>Celkem</i>	<i>Krátk.</i>	<i>Středn.</i>	<i>Dlouh.</i>
1994	13,111	13,366	14,957	10,959	13,032	12,524	14,546	14,038
1995	12,802	12,278	14,333	11,350	13,214	13,000	14,331	13,347
1996	12,538	12,386	13,876	11,552	13,427	13,278	14,398	13,602
1997	13,216	13,229	13,883	12,656	16,183	16,325	15,755	15,321
1998	12,857	13,210	13,475	11,976	14,835	14,936	14,721	13,939
1999	8,689	8,711	8,999	8,451	8,604	8,377	9,153	10,191
2000	7,156	6,812	7,994	7,031	6,880	6,619	8,119	7,713

Zdroj: ČNB

Tabulka 6-1.4: Průměrné roční úrokové míry z celkového stavu úvěrů a z nových úvěrů v ČR

Porovnání úrokových sazeb z úvěrů a vkladů a vývoj reálných sazeb úroků je uveden v tabulce 6-1.5.

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Úrokové sazby z celkových stavů úvěrů	13.11	12.80	12.54	13.22	12.86	8.69	7.16
Úrokové sazby z vkladů	7.06	6.96	6.79	7.72	8.09	4.47	3.39
- na viděnou	2.56	2.54	2.55	2.24	2.01	1.83	1.62
- termínovaných	10.63	10.22	9.45	10.43	10.53	5.60	4.25
Úroková marže	6.05	5.85	5.75	5.50	4.77	4.22	3.76
Průměrné reálné sazby ze stavu úvěrů ¹⁾	7.10	5.20	7.90	7.10	10.40	5.10	1.50
Průměrné čisté reálné sazby z termínovaných vkladů ²⁾	-1.10	0.80	-0.50	-1.10	2.00	2.20	-0.40

¹⁾ Deflováno růstem cen průmyslových výrobků v průběhu roku.

²⁾ Deflováno růstem spotřebitelských cen v průběhu roku.

Tabulka 6-1.5: Vývoj úrokových sazeb z úvěrů a vkladů a jejich přepočet na reálné hodnoty v letech 1994-2000

Tendence budoucího vývoje úrokových sazeb bankovních vkladů a úvěrů bude závislá jednak na vývoji úrokových sazeb v eurozóně, jednak na míře inflačních tlaků uvnitř ekonomiky. Nejvíce pravděpodobná je relativní stabilita hladiny úrokových sazeb s možností menších korekcí podle situačních podmínek. Predikce vývoje úrokových sazeb z úvěrů a vkladů do roku 2003 je uvedena v tabulce 6-1.6.

Predikce	2001	2002	2003
Úrokové sazby z celkových stavů úvěrů	6.80	6.80	7.10
Úrokové sazby z vkladů	3.00	3.10	3.40
- na viděnou	1.50	1.50	1.70
- termínovaných	3.80	4.00	4.40
Úroková marže	3.70	3.70	3.70
Průměrné reálné sazby ze stavu úvěrů ¹⁾	2.80	3.70	3.90
Průměrné čisté reálné sazby z termínovaných vkladů ²⁾	-2.20	-1.00	-0.50

¹⁾ Deflováno růstem cen průmyslových výrobců v průběhu roku.

²⁾ Deflováno růstem spotřebitelských cen v průběhu roku.

Tabulka 6-1.6: Predikce vývoje úrokových sazeb z úvěrů a vkladů a jejich přepočít na reálné hodnoty v letech 2000-2003

Situace na kapitálovém trhu je poměrně složitá. Pražská burza je z hlediska většiny emisí velmi nelikvidní, vedle ní existuje ještě RM-Systém, který s burzou není úzce provázán, čímž je oslaben cenotvorný efekt. V ČR se delší dobu spekuluje o možném propojení pražské burzy s RM-Systémem. Chystané změny legislativy přitom počítají s tím, od roku 2003 bude moci působit pouze burza nebo alternativní obchodní systém.

Představitelé pražské burzy několikrát vyjádřili zájem napojit se na frankfurtskou nebo londýnskou burzu. Jsou přesvědčení, že lokální burzy budou hrát svoji úlohu v rámci určitého většího seskupení. Největší zájem je o české akcie v Londýně, frankfurtská burza je zase geograficky blíže a řadu let se na ní obchoduje s českými akciemi.

Některé trhy (např. vídeňský NEWEX) mohou obchodovat s akciemi českých podniků bez souhlasu emitenta. Česká legislativa umožňuje obchodovat na veřejném trhu jen s titulem, o jehož registraci požádá emitent a tím je pražská burza diskriminována. Problém by měly odstranit novely zákonů o burze a cenných papírech (měly by platit od r. 2002).

Z burzovního trhu tento rok odchází téměř 800 domácích akciových společností. Celkem 693

podniků mělo v loňském roce za deset měsíců menší objem obchodů než jeden tisíc akcií a 154 dokonce nulové obchody¹.

České akciové společnosti prakticky nevyužívají kapitálový trh k získání finančních prostředků formou veřejného úpisu akcií. Pražská burza se sice podílí na vzniku vhodného prostředí pro primární emise akcií, nicméně primárním emisím brání zejména právní prostředí, které prodlužují trvání procesu úpisu.

Pražská burza založila nový trh pro progresivní společnosti. Podle výsledků studie uveřejněných v článku „Kapitálový trh firmám nevoní“² svědčí o malé pozornosti, kterou podniky věnují kapitálovému trhu fakt, že o existenci tohoto trhu ví necelá polovina podniků (celkem na otázku odpovědělo cca 600 podniků). Dokumentuje to současný stav, kdy tento trh zeje prázdnotou a na českém kapitálovém trhu zcela chybí primární emise (IPO).

Otázkou je, zda český finanční trh reaguje na nové makroekonomické informace a do jaké míry je jeho reakce efektivní. Podpiera (2000b) sledoval reakci měnového kurzu české koruny, mezibankovních sazeb, swapových a forwardových sazeb, akciového indexu a výnosu vládního dluhopisu na měsíční oznámení inflace, průmyslové produkce a deficitu zahraničního obchodu. Jeho závěry jsou následující: i když trh reaguje na oznámení, jeho reakce není v žádném případě okamžitá. Navíc trh reaguje nejen na překvapení v oznamovaných údajích, ale také na očekávanou část oznámení. Trh je značně neefektivní. Nejvíce na změnu inflace reagují mezibankovní úrokové sazby spolu se swapovými a forwardovými sazbami. Měnový kurz a výnos dluhopisu reaguje méně, zatímco akciový index nereaguje skoro vůbec.

V jiné své práci Podpiera (2001) analyzuje možnou reakci českého akciového trhu na vývoj vyspělých kapitálových trhů ve světě. Na základě testu potvrzuje statisticky významnou reakci indexu PX-50 na změnu indexů NASDAQ Composite, S&P500 a FTSE 100, přičemž podle velikosti koeficientu determinace jsou pro český trh významnější evropské trhy – Velká Británie a Německo.

Peněžní a kapitálové toky ze zahraničí i do zahraničí se řídí devizovým zákonem³. Z hlediska uvolnění kapitálových toků je významné nařízení vlády č. 129/1998, kterým se stanovily další případy, kdy se nevyžaduje devizové povolení (ve znění nařízení vlády č. 169/2000 Sb.). Devizové povolení se, kromě případů stanovených v zákoně, nevyžaduje k přímým investicím a od r. 1999 ani k nákupu nebo k prodeji peněžních prostředků v cizí měně nebo zlata, k operacím se zahraničními

¹ Ekonom 5/2001

² Ekonom 23/2001

³ Zákon 219/1995 Sb., devizový zákon ve znění zákona č. 159/2000 Sb. a zákona č. 362/2000 Sb.

cennými papíry, k operacím s finančními deriváty, k poskytování finančních úvěrů, k používání zajišťovacích prostředků, k jiným než přímým investicím. Devizové povolení se nevyžaduje ani ke zřízení nebo vedení účtu v cizí nebo české měně v zahraničí nebo ke svěření nebo uložení vlastních peněžních prostředků v cizí nebo české měně na účet vedený v zahraničí.

Fiskální politiku lze hodnotit v současnosti jako expanzivní, současně dochází k prohloubení fiskální nerovnováhy. Do vývoje veřejných financí se nadále promítají náklady spojené s probíhající restrukturalizací a dokončováním privatizačního procesu.

Do daňového systému vůči podnikatelskému sektoru v ČR byla zabudovaná konstrukce postupného snižování daňové zátěže v závislosti na vývoji příjmů do státního rozpočtu a také na tom, jak se podaří přesunout část přímých daní na nepřímé. Daňová kvóta představuje cca 37-38 % HDP.

Co se týče zdanění dluhopisů, v ČR se v průběhu 90-tých let uplatňovaly tři daňové režimy. Úrokové výnosy ze státních dluhopisů vydávaných v letech 1994-96 byly od daně osvobozeny. Pak u všech dluhopisů vydaných v roce 1997 byly úrokové sazby daněny srážkovou daní, která byla daní konečnou. Úrokové výnosy z dluhopisů vydaných po 1.1.1998 jsou vypláceny nikoliv v čisté výši, ale ve výši snížené o zálohu na daň z příjmu ve výši 15 %. Tato částka je pak považována za zálohu na daň z příjmu, do jejíž výše musí investor zahrnout i úrokové výnosy z těchto instrumentů. Zaplacená daň je pak odečtena od celkové daňové povinnosti.

U dividend dochází ke zdanění dvakrát. Nejdříve daní z příjmu právnických osob (31 %), podruhé srážkovou daní z kapitálových výnosů (15 %).

U výnosů z prodeje cenných papírů je zdaňován rozdíl mezi výnosem z prodeje a cenou pořízení (včetně nákladů spojených s nákupem a prodejem). Kladný rozdíl je u právnických osob zdaňován daní z příjmů právnických osob, u fyzických osob podnikatelů daní z příjmu fyzických osob. U fyzických osob nepodnikatelů je rozhodující doba držení cenných papírů. Prodál-li osoba cenné papíry do 6 měsíců od nabytí, vstupuje kladný rozdíl do základu daně fyzické osoby. Prodál-li cenné papíry později, je rozdíl od daně osvobozen. Osvobození od daně se také týká cenných papírů nabytých v rámci kupónové privatizace. Ztráta z obchodování nemůže být u fyzických osob nepodnikatelů zahrnuta do základu daně. O ztrátu z jednoho obchodu však může být snížen zisk z druhého obchodu s cennými papíry, pokud byly oba obchody uskutečněny do 6 měsíců po nabytí cenných papírů). Pro zisk z obchodování s cennými papíry investičních a podílových fondů platí sazba 15 %, příjmy z držení jejich cenných papírů, jsou-li vypláceny jako dividendy, nepodléhají zdanění.

6.1.2 Zdroje financování a jejich dostupnost pro podniky v podmínkách české ekonomiky

V české ekonomice jsou podniky financovány z cizích zdrojů převážně prostřednictvím **bankovních úvěrů**. Banky, které poskytují podnikům většinu zdrojů financování, jsou pro Českou republiku klíčovými institucemi. Kupónová privatizace a česká bankovní politika zesílily těsnou závislost mezi bankami a průmyslovou restrukturalizací.

V uplynulých letech však výrazně vzrostl podíl rizikových úvěrů v bankách. Téměř třetina úvěrů představuje klasifikované úvěry. Za tímto vývojem stojí celkové ekonomické problémy země, neschopnost podniků splácet úvěry následkem jejich zhoršující se finanční situace. Podniky často nejsou schopny splatit samotnou jistinu, takže pokles úrokových sazeb nemá na úvěrový proces podstatný vliv. Banky si dnes velice pečlivě vybírají klienty, kterým půjčí peníze. Stěžují si však, že i při dostatku peněžních prostředků, které by mohly rozpůjčovat, není dostatek dobrých podnikatelských projektů a podniků schopných úvěry splácet. Finanční problémy klientů vyplývají často z nízké konkurenceschopnosti jejich výrobků, neefektivních technologií, nízké produktivity práce, ale i z neschopnosti využívat majetek, řídit pohledávky a závazky. Mnoho potenciálních dlužníků má nejasnou vlastnickou strukturu, nedokončenou restrukturalizaci, nezajištěný odběr svých produktů apod. Problémy podniků se splácením úvěrů však také nutně souvisejí s náklady na tyto zdroje financování. Blíže k problematice úrokových sazeb a rentability podniků viz kapitulu 6.2. Podniky si stěžují na nepružný přístup bank a vysoké požadavky na zajištění úvěrů.

Banky dávají přednost velkým podnikům před menšími podnikateli. Úvěry pro malé a střední podnikatele jsou dostupné obtížně a pro začínající podnikatele bez patřičného kapitálového vybavení nebo silného ručitele téměř nemožné. Problémem je rizikovost těchto úvěrů – malí a střední podnikatelé jsou většinou rizikovějšími klienty, protože jejich podnikání podléhá více výkyvům trhu i celé ekonomiky a navíc často nemají dostatečné záruky v podobě kvalitních zástav. Dostupnost úvěrů pro malé a střední podniky je možné zlepšit využitím programů Českomoravské záruční a rozvojové banky, případně u některých projektů se lze ucházet o prostředky z programů mezinárodních institucí. Na bankovním trhu se však objevil i první vstřícný krok bankovního sektoru. Česká spořitelna se na jaře tohoto roku rozhodla podpořit malé a střední podnikání zvýhodněnými úvěry. Úroková sazba je stanovena 3 % pod tržní sazbou.

Nicméně pro tyto podniky zřejmě z cizích zdrojů financování zůstane dostupnější leasing. Většina leasingových smluv má méně restriktivních ochranných ujednání než dohody o termínovaných půjčkách.

Možnosti využití **devizových úvěrů** jsou dalším z faktorů ovlivňujících náklady kapitálu. Velký význam měly především od začátku 90. let do roku 1999, tedy do doby existence výrazného úrokového diferenciálu mezi českou měnou a zahraničními měnami. Přístupnost těchto úvěrů českým podnikatelským subjektům byla do roku 1997 - do vypuknutí krize české koruny (březen – květen)

značná a podniky tyto úvěry s oblibou čerpaly (aniž by se mnohé z nich proti měnovým rizikům z nich vyplývajícím jakkoliv zajišťovaly). Pokud byly současně vývozci a platební měnou kontraktu byla právě měna čerpání úvěru, současně měly efektivně ošetřeno i své devizové riziko a v jejich hospodářském výsledku se čerpání takového úvěru projevilo nižšími úrokovými náklady. Tyto úspory byly ve výši rozdílu mezi domácími úrokovými sazbami a úrokovými sazbami na příslušnou zahraniční měnu. Po krizi české koruny na jaře 1997 se přístup podniků k těmto úvěrům výrazně ztížil a dnes mnoha podnikům, které nemají devizové toky, jsou tyto druhy úvěrů ze strany bank nedostupné. Importéři a domácí producenti, zejména malé podniky, jsou v současnosti z čerpání těchto devizových úvěrů prakticky vyloučeni. Úlohu obchodních bank v poskytování devizových úvěrů exportérům, zejména malým, přebírá stále více Exim banka. V posledních letech se atraktivita devizových úvěrů výrazně snížila jednak zvýšením úrokových sazeb v zahraničí a jednak výrazným snížením úrokových sazeb v České republice.

Produkty pro zajištění kurzových rizik dnes nabízejí prakticky všechny české banky pro své klienty. Problémem u malých podniků může být splnění podmínky minimálního objemu transakce, který banky požadují.

Problémem českého bankovníctví je i fakt, že se zatím plně nerozvinulo skutečné **projektové financování**, tj. financování, které je off-balance, a non-recourse (český jazyk pro to nemá přesný význam, ale dá se říci, že je to financování, které se neobjeví v rozvaze mateřské firmy a nemá žádnou zpětnou vazbu k této firmě). Klasické projektové financování se u nás používá především k financování energetických a ekologických projektů.

V minulých letech zaznamenal expanzi **leasing**, čemuž nahrály problémy jak kapitálového trhu, tak bankovního sektoru. Leasing je značně rozšířená a dostupná forma financování, přestože je v konečném součtu o něco nákladnější. Kromě tradičních leasingových komodit jako jsou osobní automobily a počítače, nabral na objemu také leasing technologií, strojních zařízení, nemovitostí a dalších komodit. Méně se využívá leasingu nemovitostí. Ten se začal prakticky používat teprve od roku 1997 z několika důvodů. Leasingové společnosti jej téměř neposkytovaly kvůli nemožnosti zvláštního zkráceného odepisování, daňovým znevýhodněním, nedostatku zkušeností a velké kapitálové potřebě, kterou musely získávat od bank.

Dá se říci, že snadná dostupnost je dána výhodami leasingu (zejména otázkou ručení) a velkou konkurencí leasingových společností.

Dalším cizím zdrojem financování podniku může být **emise dluhopisů**. Tato však v současných podmínkách připadá v úvahu pouze u velkých podniků. Pokud se totiž podnik snaží uplatnit na veřejném trhu s emisí nižší než je půl miliardy korun, pak zájem investorů rapidně klesá a

cenné papíry jsou prakticky neprodejné. Jako kompenzaci vyššího zdanění a zhoršeného cash flow, které přinesla novela zákona o dani z příjmů v r. 1998 mohou některé skupiny investorů žádat vyšší výnos z dluhopisů. Emisi dluhopisů si může v těchto podmínkách dovolit pouze emitent, u kterého bude vyžadována nízká riziková přírážka. Na trzích dluhopisů tak mají větší šanci větší a bonitnější subjekty než méně bonitní a malí dlužníci. Rozdíly ve zdanění dluhopisů (viz předcházející kapitola) de facto rozdělily domácí trh dluhopisů do dvou segmentů. Každý z těchto segmentů je preferován jinými investory. Investoři se rozhodují podle své daňové pozice a často při volbě mezi dluhopisem s původním a novým režimem zdanění dávají přednost dluhopisům z první skupiny, a to přesto, že hrubý výnos těchto dluhopisů je nižší než u srovnatelného dluhopisu s novým zdaněním.

Emise nových akcií na našem kapitálovém trhu je pro většinu podniků značně problematická, až nemožná. To je zapříčiněno finanční situací emitentů, ale také problémy, které kapitálový trh u nás má.

Zejména mladé flexibilní podniky, ale i všeobecně podniky, které mají velký potenciál pro rozvoj, se mohou zajímat o **rizikový kapitál**. Ten se v naší republice začíná prosazovat prostřednictvím domácích společností rizikového kapitálu a prostřednictvím zahraničních společností, které mají značný podíl na zahraničních investicích. Z iniciativy programu PHARE byl v červnu 1994 založen Regionální podnikatelský fond Horního Slezska a Severní Moravy (RPF). V roce 1995 zahájil činnost Fond rizikového kapitálu (FRK). FRK se zaměřuje na projekty v oblasti výroby a služeb. Vedle těchto fondů působí v ČR i další, zahraniční venture kapitálové společnosti.

V naší legislativě neexistuje výraznější daňové zvýhodnění při zakládání malých a středních podniků, jakož i daňového a obecného zakotvení rizikového kapitálu. Za výrazné bariéry fungování rizikového kapitálu v porovnání se západoevropským standardem experti považují nepružnou byrokracii, nedostatečnou kvalifikaci většiny manažerů v oblasti financí a nefungující kapitálový trh. Na druhé straně vyzdvihují silný růstový potenciál české ekonomiky, otevřenost zahraničním investorům a vstřícnost k mezinárodním programům ekonomické pomoci, které nezřídka podporují zakládání společností rizikového kapitálu.

Rizikový kapitál vyhledává podniky, které jsou řízeny manažery zaměřenými na dlouhodobý zisk. Velmi často přitom bývá cestou dosažení maximálního zisku z podnikání prodej podniku v určité fázi jeho rozvoje. Budování podniku za účelem jeho zpeněžení ve vhodný okamžik je ve světě běžné, avšak u nás doposud ojedinělé. Rizikový kapitál neumí jinak docílit požadovanou návratnost svých investic, než prodejem svých majetkových podílů v podnicích. Čím je podnik lépe připraven na budoucí prodej strategickému partnerovi nebo na uvedení na burzu a čím více je management k tomuto cíli podnikání orientován, tím ochotněji do něj rizikový kapitál investuje. Rizikový kapitál je tak úzce svázán s veřejným kapitálovým trhem (burzou cenných papírů). Jednou ze základních rolí

burzy je sloužit podnikům jako zdroj kapitálu pro financování jejich expanze úpisem nově emitovaných akcií. Rizikový kapitál tuto funkci plní před uvedením podniku na burzu a samotné uvedení podniku na burzu je jednou ze standardních příležitostí k vyplacení investora rizikového kapitálu. Náš domácí kapitálový trh tyto funkce neplní.

V příloze D jsou uvedeny informace o počtu podaných žádostí u Fondu rizikového kapitálu a reálném počtu zainvestovaných projektů. Malé procento realizace vstupu rizikového investora vyplývá i z nutnosti splnění náročných podmínek pro vstup investora do podniku.

Současně platí, že u podniků je malá informovanost o rizikovém kapitálu a o rizikový kapitál většinou žádají podniky, které dříve neuspěly jinde, např. se žádosti o bankovní úvěr. Dále jsou to často vlastníci, kteří nechtějí, aby do firmy vstoupil někdo, kdo může ovlivnit chod podniku. Výhodou tohoto způsobu financování je však to, že podnik nemusí splácet dluh a úroky, protože investor zhodnotí svoji investici až po určité době (zpravidla několik let) prodejem svého podílu. Za podstoupené riziko však žádá adekvátně vysoký výnos. Proto takový investor vloží své peníze pouze do projektu s perspektivně vysokým výnosem.

Problémy kapitálového trhu a bankovníctví jsou do jisté míry zapříčiněny nedostatkem reálného kapitálu v naší ekonomice. Tento reálný kapitál se nachází v **přímých zahraničních investicích**, a proto jsou pro naši ekonomiku velmi důležité. Je tedy legitimní, že se snahou získat finanční zdroje na rozvoj, úzce souvisí snaha získat zahraničního investora. Tato cesta je možná pro podniky, které mají komparativní výhodu vhodnou pro investora. Zahraniční investice by se však měly následně projevit i v lepším získávání zdrojů pro ostatní podniky, a to díky přílivu kapitálu do ekonomiky. Přímou investicí se podle devizového zákona¹ rozumí: „...takové vynaložení peněžních prostředků nebo jiných peněží ocenitelných majetkových hodnot nebo majetkových práv, jehož účelem je založení, získání nebo rozšíření trvalých ekonomických vztahů investujícího tuzemce na podnikání v zahraničí nebo investujícího cizozemce na podnikání v tuzemsku, a to některou z těchto forem:

- a) vznik nebo získání výlučného podílu na podnikání včetně jeho rozšíření,
- b) účast v nově vzniklém nebo existujícím podnikání, jestliže investor vlastní nebo získá nejméně 10 % podílu na základním jmění obchodní společnosti nebo nejméně 10 % podílu na obchodním jmění nebo nejméně 10 % hlasovacích práv,
- c) finanční úvěr na pět nebo více let, poskytnutý investorem na podnikání, na němž má investor účast podle bodu 1 nebo 2, nebo úvěr spojený s dohodou o podílu na rozdělení zisku,
- d) užití zisku ze stávající přímé investice do této investice (reinvestice zisku)“.

¹ Zákon 219/1995 Sb., devizový zákon ve znění zákona č. 159/2000 Sb. a zákona č. 362/2000 Sb

Názor na přímé zahraniční investice prošel v České republice poměrně radikálním vývojem, který se do značné míry odrazil v přístupu k zahraničním investorům. Poněkud rezervovaný postoj v počátečních fázích transformace, charakterizovaný prosazováním „české cesty“ při privatizaci firem, přešel postupně až k současné aktivní politice podporující příliv zahraničních investic zavedením investičních pobídek a ke snaze reprivatizovat řadu podniků do rukou zahraničních investorů. Vláda s platností od poloviny roku 2000 rozšířila zvláštní systém pobídek pro průmyslové podniky, který se zaměřuje na slevy na daních z příjmu, na hmotnou podporu při vytváření nových pracovních míst, při rekvalifikaci pracovníků, osvobození od cla a další. Limitní hranice investování je 10 mil. USD.

Většina zahraničních investorů oceňuje v České republice adaptabilní a do určité míry i flexibilní pracovní sílu, možnosti existujícího vědeckovýzkumného potenciálu. Naše ekonomika má výhodnou polohu v regionu střední Evropy, takže země může plnit funkci strategického centra. Vývoj přímých zahraničních investic lze najít v příloze C.

Malé a střední podniky (MSP) představují významný potenciál každé ekonomiky. V České republice se podílejí téměř jednou polovinou na tvorbě hrubého domácího produktu. (V různých zemích se definice malého a středního podnikání vztahuje na odlišně velké podniky. V ČR je definice malého a středního podnikání stanovena podle kritérií užívaných v oblasti Evropské unie následující: „*Malé a střední podniky jsou definovány jako podniky, které mají méně než 250 zaměstnanců, roční obrát nepřesahuje čtyřicet milionů eur, nebo celková aktiva nepřesahuje čtyřicet milionů eur.*“)

Otázka krátkodobého a dlouhodobého financování patří k problémům, které řeší management všech podniků. U malých a středních podniků se situace často komplikuje horším přístupem k zdrojům financování, způsobeným zejména větším rizikem, které podstupuje investor poskytující prostředky. Větší riziko je spojené s obvykle malým podílem na trhu, často pouze s regionálním dosahem, větší volatilitou zisků, někdy i s krátkou historií existence firmy, apod. Za větší riziko potom investor, pokud je ochoten své peníze investovat, požaduje větší výnosnost. Aby bylo racionální získávat dražší prostředky, musí být výnosnost podnikání s majetkem, který byl za tyto peníze pořízen, vyšší než je cena zdrojů. Současně musí podniky hlídat likviditu, aby neztratily své dodavatele a současně, aby byly schopné podle podmínek na konkrétním trhu úvěrovat své odběratele.

Nejen s ohledem na počet zaměstnaných a podíl na HDP, jaký zaujímá sektor malého a středního podnikání, ale též vzhledem k současné globalizaci a zvyšování konkurence na jednotlivých trzích přicházejí vlády jednotlivých zemích s různými subvencemi, podporami, dotacemi. Vlády se pomocí zmíněných nástrojů snaží vylepšit současné pozice domácích firem a uchránit domácí hospodářství.

Pomocí **podpor malého a středního podnikání** se stát snaží vyrovnat rozdíly v přístupu ke zdrojům mezi malými a velkými podniky. Vývoj prostředků na podporu MSP v letech 1996-2001 v České republice je uveden v příloze D.

Podpory malého a středního podnikání jsou poskytovány formou cenově zvýhodněných záruk za úvěr, leasing, kapitálový vstup. Dále jsou poskytovány zvýhodněné středně či dlouhodobé úvěry, příspěvky na úhradu úroků a dotace. Dotace mohou být poskytovány na zvýšení zaměstnanosti, na získání certifikátu podle norem řady ISO 9000 nebo 14000 či EMAS, popř. dotace na náklady spojené s kapitálovým vstupem a ostatní dotace. O přiznání podpory rozhoduje po vyhodnocení podnikatelských projektů předložených na příslušných tiskopisech Českomoravská záruční a rozvojová banka. Finanční prostředky poskytuje Ministerstvo průmyslu a obchodu a Ministerstvo pro místní rozvoj. Příjemcem podpory mohou být malé podniky, u kterých počet zaměstnanců na plný pracovní úvazek nesmí překročit hranici 50 osob nebo střední podniky, u kterých počet zaměstnanců na plný pracovní úvazek nesmí překročit hranici 250 osob. Tržby za poslední uzavřené účetní období nesmí přesáhnout hranici 1 450 milionů Kč a stav majetku ke konci tohoto období nesmí překročit hranici 980 milionů Kč.

Více o jednotlivých nabízených programech na podporu podnikání je možné se dovědět z materiálů ministerstev (tištěných i elektronických - umístěných na [www stránkách](http://www.strankach)).

Výše disponibilních prostředků pro podpory je omezená. To má za následek ukončení některých programů v průběhu roku. Podle reakcí malého a středního podnikání se vláda soustředí pouze na vypisování programů podpory, chybí zde ale koordinace mezi jednotlivými programy. Největším nedostatkem, který podnikatelé zdůrazňují, je pouhá náhrada nedokonalosti právního systému krátkodobými programy, zatímco nezbytné podmínky pro úspěšný rozvoj podnikání zlepšovány nejsou, jako je kvalitní právní prostředí, platební morálka, nižší daňové zatížení, hladké fungování státní administrativy.

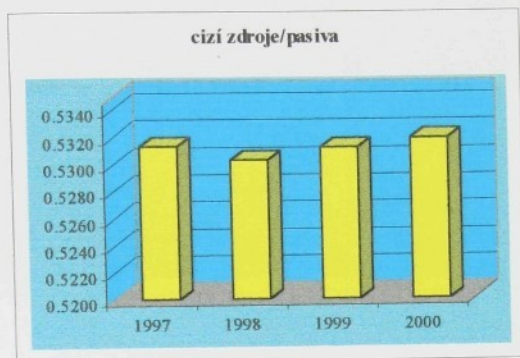
Pro některé tuzemské projekty lze sjednat i dlouhodobé devizové úvěry financované za speciálních fondů - různé rozvojové fondy Evropské unie, Evropské investiční banky atd.

6.2 Analýza vývoje hospodaření podniků v podmínkách ČR

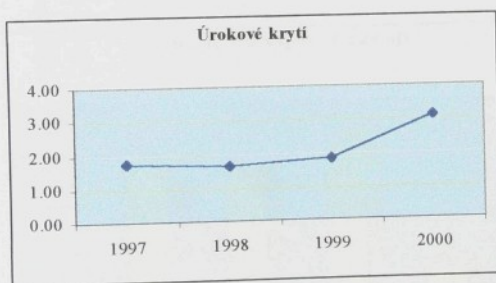
Analýza vývoje hospodaření podniků bude sloužit zejména k posouzení finanční struktury podniků a dalších oblastí hospodaření, které s finanční strukturou úzce souvisí – s likviditou a rentabilitou podniků.

Průměrné ukazatele zadluženosti jsou v ČR přijatelné, pokud jsou hodnoceny samy o sobě (obrázek 6-2.1). Při zvážení vývoje likvidity (tabulka 6-2.1) a úrokového krytí (obrázek 6-2.2), je

kapacita dalšího zadlužování u podniků poměrně malá. Vývoj úrokového krytí má však pozitivní tendenci, přičemž se tady projevuje zejména růst EBIT a mírný pokles nákladových úroků.

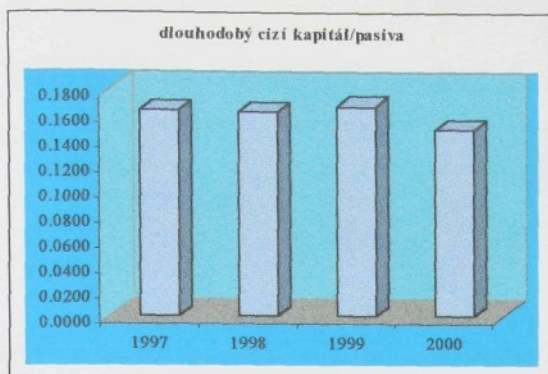


Obrázek 6-2.1: Vývoj poměru cizích zdrojů na pasivech podniků v ČR v letech 1997-2000 (vlastní zpracování na základě údajů MPO)

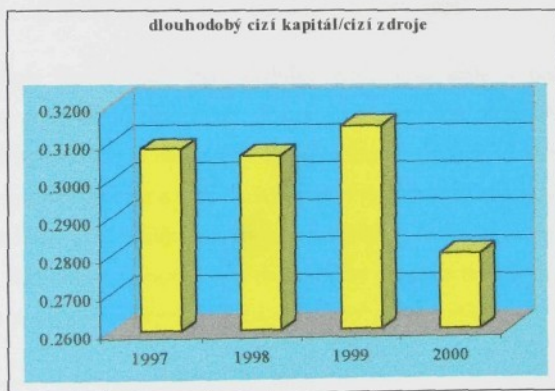


Obrázek 6-2.2: Vývoj úrokového krytí podniků v ČR v letech 1997-2000 (vlastní zpracování na základě údajů MPO)

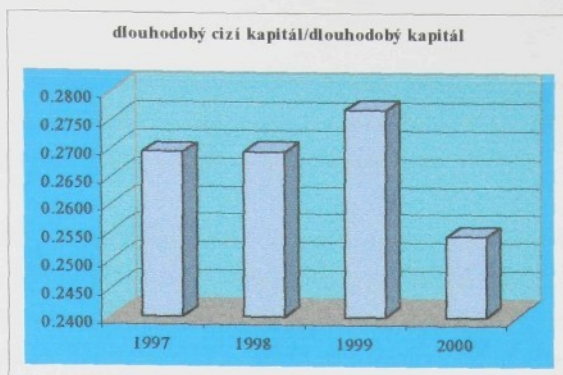
Z údajů o podílu dlouhodobého cizího kapitálu na pasivech (obrázek 6-2.3), podílu dlouhodobého cizího kapitálu na cizích zdrojích (obrázek 6-2.4) a dlouhodobého cizího kapitálu na dlouhodobém kapitálu (obrázek 6-2.5) je zřetelně vidět, že naše podniky při svém financování preferují vlastní a krátkodobý cizí kapitál. Preference vlastních zdrojů financování je dána jednak postojem managementu podniků, jednak je důsledkem obtížné dostupnosti externích zdrojů financování, zejména dlouhodobých. V posledním roce se podíl dlouhodobého cizího kapitálu na cizích zdrojích i na dlouhodobém kapitálu snížil.



Obrázek 6-2.3: Vývoj poměru dlouhodobého cizího kapitálu na pasivech podniků v ČR v letech 1997-2000 (vlastní zpracování na základě údajů MPO)



Obrázek 6-2.4: Vývoj poměru dlouhodobého cizího kapitálu na cizích zdrojích podniků v ČR v letech 1997-2000 (vlastní zpracování na základě údajů MPO)



Obrázek 6-2.5: Podíl dlouhodobého cizího kapitálu na dlouhodobém kapitálu podniků v ČR v letech 1997-2000 (vlastní zpracování na základě údajů MPO)

	Likvidita I.stupně	Likvidita II.stupně	Likvidita III.stupně	čistý pracovní kapitál/oběžná aktiva
1997	0.136	0.744	1.162	0.139
1998	0.134	0.704	1.111	0.099
1999	0.155	0.728	1.113	0.101
2000	0.160	0.721	1.087	0.080

Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů MPO

Tabulka 6-2.1: Vývoj likvidity podniků v ČR v letech 1997-2000

Interní zdroje financování, které podniky tvoří, jsou malé – podniky vykazují nízkou rentabilitu, mnoho podniků je ztrátových. V roce 2000 lze však vidět obrat k lepšímu. K vyšší rentabilitě přispívá zejména lepší obrat aktiv a vyšší zisky připadající na korunu výnosů. Vytvořený zisk se dělí mezi podnik, věřitele a stát. Nízký podíl z vytvořeného zisku, který zůstává v podniku, souvisí s vysokým úrokovým a daňovým zatížením podniků. Další problémy vyplývají ze současné odpisové situace, kdy odpisy hmotného a nehmotného majetku nestačí k reprodukci majetku po výrazném zvýšení cen v devadesátých letech a z odpisové politiky státu.

	ROE	ROA	(EBIT/výnosy)	výnosy/aktiva	ČZ/výnosy	aktiva/VK
1997	0.0152	0.0508	0.0510	0.9968	0.0068	2.2490
1998	0.0070	0.0488	0.0461	1.0595	0.0029	2.2681
1999	0.0061	0.0400	0.0371	1.0784	0.0025	2.2918
2000	0.0462	0.0563	0.0478	1.1781	0.0171	2.2889

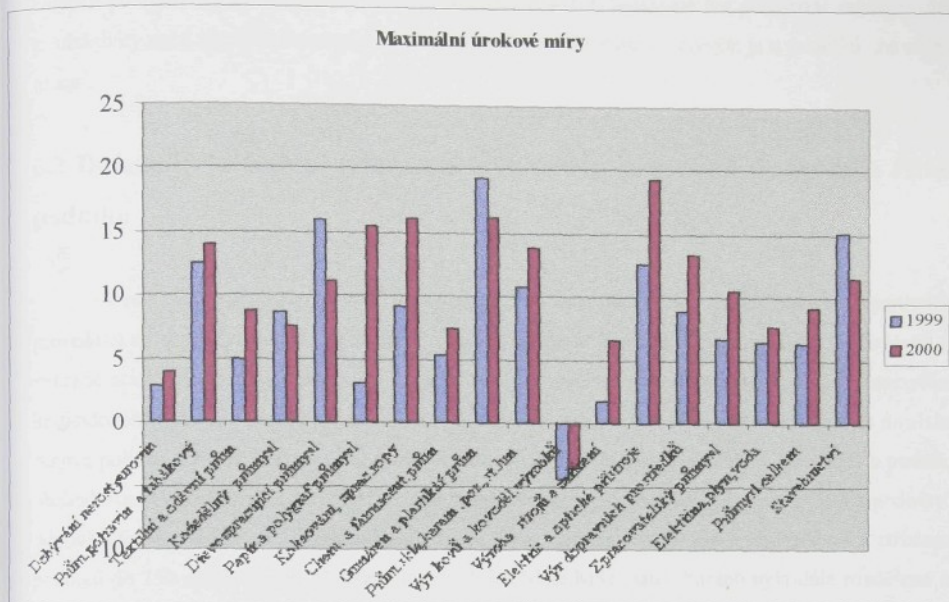
Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů MPO

Tabulka 6-2.2: Vývoj rentability podniků (a vývoj ukazatelů ovlivňujících ROA a ROE) v ČR v letech 1997-2000

Nedostatek interních zdrojů financování a omezená dostupnost dlouhodobých cizích zdrojů nutí podniky využívat krátkodobé cizí zdroje, zejména dodavatelské úvěry. Následkem tohoto vývoje mnoho podniků trpí prvotní nebo druhotnou platební neschopností.

V tabulce 6-2.2 je dokumentován vliv ukazatelů získaných rozkladem ROA a ROE na vývoj rentability podniku. Činitel aktiva/vlastní kapitál představuje finanční páku. Role pákového ukazatele je zde zřejmá – růst cizího kapitálu může zvyšovat ROE. Avšak na pravé straně rovnice jsou ještě další dva ukazatele, do nichž se zadluženost rovněž promítne: zisk bude nižší o vyšší úroky připadající na přírůstek cizího kapitálu a rovněž druhý ukazatel na pravé straně rovnice bude nižší, protože se zvýší hodnota jeho jmenovatele. Z toho vyplývá, že zadluženost bude mít na ROE celkově pozitivní vliv pouze tehdy, jestliže jejím využitím dokáže podnik vyprodukovat natolik více zisku, aby jím vykompenzoval pokles dvou prvních ukazatelů na pravé straně rovnice. Zvýšení zadluženosti bude tedy pozitivní tehdy, jestliže podnik dokáže každou korunu zhodnotit více než činí úroková sazba dluhu. Tento předpoklad nenaplněovala v průběhu 90-tých let většina podniků, které se zadlužovaly. Bylo to dáno jednak malou výkonností podniků (viz tabulka 6-2.2), jednak vysokým úrokovým zatížením úvěrů (tabulka 6-1.4). Vedle jiných faktorů tento fakt přispěl významně k potížím podniků i bank, které peníze půjčovaly.

Na obrázku 6-2.6 jsou uvedeny maximálně možné úrokové míry z dluhů, které v jednotlivých odvětvích ještě přinášejí kladné působení zadlužení na ROE.



Zdroj: vlastní zpracování na základě údajů MPO

Obrázek 6-2.6: Maximální úrokové míry pro zadlužení podniků v průmyslu v ČR

Z hlediska tvorby hodnoty pro své vlastníky, je podíl podniků v různých odvětvích různý. V tabulce 6-2.3 je dokumentován podíl výnosů podniků tvořících hodnotu na celkových výnosech průmyslu. Oproti roku 1999 je v roce 2000 vidět zlepšení. Tohoto zlepšení bylo dosaženo výrazným zlepšením ziskovosti podniků a mírným snížením nákladů na kapitál, související zejména s poklesem úrokových sazeb díky snížené inflaci a politice centrální banky.

1.kategorie		2.kategorie		3.kategorie		4.kategorie	
Tvoří hodnotu		ROE > r_f (r_f = bezrizik. úr. sazba)		Ziskové, ROE > 0, ale < než r_f		Ztrátové, ROE < 0	
1999	2000	1999	2000	1999	2000	1999	2000
36,62	47,31	7,24	7,53	31,074	27,69	25,11	17,46

Zdroj: MPO

Tabulka 6-2.3: Podíl výnosů podniků různých kategorií z hlediska tvorby hodnoty na celkových výnosech průmyslu (v %)

V příloze E je uveden přehled alternativního nákladu na vlastní kapitál u jednotlivých odvětví průmyslu a ve stavebnictví v ČR v roce 2000. V příloze F jsou uvedeny faktory, které ovlivnily meziroční změnu ekonomické přidané hodnoty v průmyslu.

Na závěr této kapitoly ještě poznámka. Zahraniční podniky dosahují vyššího tempa růstu celkové produktivity výrobních faktorů než podniky domácí. Současně lze pozorovat rozdíl v růstu produktivity mezi různými formami přímých zahraničních investic – nejvyšší je u podniků „na zelené louce“.

6.3 Dotazníková šetření týkající se vybraných problémů finančního řízení podniků

V minulém roce byla autorkou ve spolupráci se studenty Fakulty managementu a ekonomiky provedena dotazníková šetření ve dvou skupinách podniků, které měly ukázat náhled manažerů na vybrané otázky finančního řízení týkající se dlouhodobých cílů podniku, výběru zdrojů financování, krátkodobého a dlouhodobého plánování, řízení hotovostních toků, politiky vyplácení podílů na zisku, cenové politiky a řízení nákladů. Toto šetření proběhlo v období března-květen v roce 2000 u podniků obchodovaných na hlavním a vedlejším trhu Burzy cenných papírů, a.s. Praha (dále "velké podniky", odpovědělo 45 podniků ze 147 oslovených, tj. 31 %) a v prosinci 2000 u skupiny malých a středních podniků do 250 zaměstnanců převážně regionálních (dále MSP, tato skupina byla dále rozdělena na kategorii podniků s počtem zaměstnanců 1-10; 11-50 a 51-250 zaměstnanců, odpovědělo celkem 109 podniků). U podniků byla zvolena forma písemného dotazníku adresovaného finančnímu (ekonomickému) řediteli podniku, u MSP pracovníku odpovědnému za ekonomické řízení podniku. U „velkých podniků“ byl dotazník zaslán na adresu podniku; u MSP byl podnik požádán o vyplnění studenty Fakulty managementu a ekonomiky v rámci zpracovávání jejich seminární práce (finanční analýzy) v tomto podniku. Některé z otázek byly managementu velkých podniků položeny i v rámci dotazníkového šetření v r. 1997 (problematika dividend a kapitálové struktury byla zkoumána i v r.1999), tudíž je u nich možné srovnání výsledků v jednotlivých obdobích i identifikování trendu vývoje. Plné znění dotazníků jsou uvedeny v příloze G a H.

6.3.1 Výsledky dotazníkového šetření u skupiny „velkých podniků“ vztahujících se k řešené problematice

Úvodní otázka šetření směřovala ke zjištění koncepčního vyjádření cílů podniku v podobě některého (některých) finančního ukazatele (ukazatelů). U podniků byla reakce na tuto otázku vcelku jednoznačná - 92 % podniků uvádí, že takto vyjádřené cíle mají. Zajímavé jsou však konkrétní ukazatele, které uvedli finanční manažeři těchto podniků. Více než polovina respondentů odpověděla, že pro jejich podnik je nejdůležitějším ukazatelem absolutní výše zisku. Další nejčastější odpovědí bylo sledování míry ziskovosti vloženého kapitálu (měřenou pomocí rentability aktiv nebo vlastního

kapitálu). Pouze jeden z podniků uvedl, že sleduje ukazatel EVA. Tyto odpovědi signalizují, že vlastníci i management podniků si ne vždy uvědomují podstatu podnikání.

Podle odpovědí manažerů, vlastníci téměř 2/3 podniků se stanovování cílů a strategií podniku aktivně zúčastňují; u třetiny podniků vlastníci pouze monitorují činnost podniku, případně pouze vlastní podíly společnosti. V porovnání s výzkumem z r.1997 jde o mírný posun ve prospěch neutrálního, resp. pasivního přístupu vlastníků.

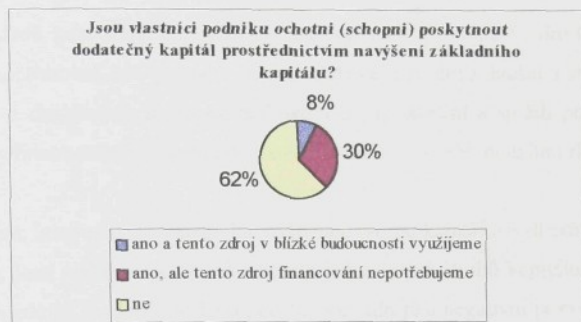
Vzhledem k tomu, že podle odpovědí manažerů více než 60 % podniků připravuje v současné době projekt (projekty) s dobou návratnosti v průměru delší než 5 let, je nesporně zajímavé, jaký zdroj financování podniky preferují a na základě jakých kritérií jsou zdroje vybírány. Obecně podniky upřednostňují financování z interních zdrojů (78 %). Oproti výsledkům ze šetření v r. 1997 lze zaznamenat větší preferenci těchto zdrojů (v r.1997 preferovala polovina podniků interní zdroje financování). Projevuje se zde patrně zhoršený přístup podniků k úvěrům a tradičně nepříznivé podmínky získávání externích zdrojů na kapitálovém trhu. Pokud by si finanční manažeři mohli bez omezení vybrat externí zdroj financování investičních záměrů, volili by v průměru toto pořadí: zvýšení základního kapitálu, čerpání korunového úvěru, čerpání devizového úvěru, leasing, emise podnikových dluhopisů, použití rizikového kapitálu (viz tabulka 6-3.1). Největší shoda odpovědí byla u použití korunových úvěrů, nejvíce se lišilo uváděné pořadí u zvyšování základního kapitálu. V r. 1997 uváděli v průměru manažeři toto pořadí: čerpání úvěru (dotazník nerozlišoval použití korunových a devizových úvěrů), leasing, emise podnikových dluhopisů, zvýšení základního kapitálu, použití rizikového kapitálu. Změna v pořadí u zvyšování základního kapitálu může mít dvojí vysvětlení – buď management podniků cítí, že by podniky měly posílit vlastní kapitál a proto by dal přednost zvýšení vlastního kapitálu před cizím, nebo lze vysvětlit tuto změnu velkou směrodatnou odchylkou u určení pořadí tohoto zdroje.

Zdroj financování	zvýšení zákl.kap.	čerpání korun. úvěru	čerpání deviz. úvěru	leasing	emise dluhopisů	rizikový kapitál	jiný zdroj
průměrné pořadí	2,46	2,53	2,96	3,51	3,73	5,30	5,4
směrodatná odchylka	1,70	1,33	1,29	1,56	1,54	1,22	1,96
variační koeficient	0,69	0,53	0,44	0,44	0,41	0,23	0,36

Zdroj: vlastní výzkum a zpracování

Tabulka 6-3.1: Preference managementu podniků v případě možnosti vybrat zdroj financování investičních záměrů externími zdroji bez omezení

Zvýšení základního kapitálu poskytnutím dodatečného kapitálu vlastníky podniku připadá podle respondentů v úvahu u více než třetiny podniků; tento zdroj v blízké budoucnosti využije pouze malá část podniků. Ostatní respondenti udávají, že vlastníci nejsou ochotni nebo schopni tento dodatečný kapitál poskytnout (obrázek 6-3.1). Výsledky odpovědí na tento problém jsou shodné s výsledky z výzkumu v r.1997.



Obrázek 6-3.1: Možnosti vlastníků navýšit základní kapitál (vlastní výzkum a zpracování)

Použití rizikového kapitálu formou vstupu investora do základního kapitálu podniku nepatří v našich podmínkách k příliš rozšířené formě financování. Pouze 5 % oslovených podniků se chystá v blízké budoucnosti použít tento způsob financování, 44 % tento zdroj nepoužije, protože nemá pro tento způsob financování vhodný projekt, u 41 % podniků není tato forma financování přijatelná pro vlastníky nebo management podniku a 10 % má o této formě financování málo informací. Oproti r. 1997 lze zaznamenat lepší znalost tohoto zdroje financování.

Korunové a devizové úvěry patří k tradičním a oblíbeným zdrojům financování. Průměrné zastoupení úvěrů na financování potřeb podniků představuje přibližně čtvrtinu zdrojů, přičemž podíl krátkodobých úvěrů z celkového úvěrového zatížení je 54 %, střednědobých 26 % a dlouhodobých 20 %. Úroková sazba krátkodobých úvěrů se pohybuje v rozmezí 4 – 15 % (průměrná sazba 9,6 %), střednědobých 5,5 – 13 % (průměrná sazba 9,3 %) a dlouhodobých 5 – 13,5 % (průměrná sazba 8,5 %). Pokud by struktura úvěrů měla odpovídat potřebám podniků, v průměru by vypadala takto: 35 % krátkodobých, 28 % střednědobých a 37 % dlouhodobých úvěrů. Podniky by tedy potřebovaly změnit strukturu úvěrů ve prospěch dlouhodobých (tento závěr je totožný ze závěrem z výzkumu v r.1997, kdy reálný stav úvěrů byl 51 % krátkodobých, 33 % střednědobých a 16 % dlouhodobých a požadovaná struktura byla 35, 35 a 30 %). Každý podnik má samozřejmě jinou potřebu krátkodobých nebo dlouhodobých zdrojů. Tato potřeba se odvíjí od majetkové struktury a zvolené strategie

financování (konzervativní, neutrální nebo agresivní). Proto uvedená čísla slouží pouze pro hrubou orientaci v úvěrových potřebách podniků.

Významným a oblíbeným zdrojem financování je nerozdělený zisk. Z odpovědí respondentů lze zjistit, že podniky investují do obnovy a rozšíření majetku v průměru 45 % zdaněného zisku. Ziskovost podniků je však v průměru velmi nízká, odpisy často nestačí ani na pouhou obnovu majetku, podniky se proto bez externích zdrojů neobejdou.

Na základě posouzení odpovědí na otázku, jaké zastoupení zdrojů by bylo pro podnik optimální, lze konstatovat, že v průměru by manažeři ve srovnání s dnešním stavem rádi zvýšili podíl zisku, leasingu a devizových úvěrů na podnikovém financování a snížili podíl odpisů. Výjimečně uvádějí podniky financování vydáním podnikových dluhopisů nebo použitím rizikového kapitálu.

Faktorem, který nejvíce v podniku ovlivňuje tvorbu kapitálové struktury, tj. podíl vlastního a cizího kapitálu, jsou podle respondentů náklady jednotlivých druhů kapitálu. Dalšími významnými faktory jsou majetková struktura podniku, dostupnost zdrojů a negativní postoj k riziku, které souvisí se zadlužením podniku. Podle respondentů tvorbu kapitálové struktury velmi zřídka ovlivňuje obava vlastníků ze zředeňování jejich majetkových podílů. Dalším faktorem, který ale většina respondentů uvádí až na posledním místě, jsou průměrné hodnoty zadlužení v odvětví. Tento faktor by měl v rozhodování podniku o struktuře zdrojů financování rozhodně hrát větší roli – firmy podnikající ve stejném odvětví nesou podobné podnikatelské riziko, vyplývající z podmínek na daném trhu a z majetkové struktury (s tím souvisí podíl fixních a variabilních nákladů). Měly by tudíž nést podobné finanční riziko vyplývající ze zastoupení zdrojů použitých k financování. Výsledky šetření v této oblasti finančního řízení plně korespondují s výsledky výzkumu v r.1997 a 1999.

Pokud mají podniky volné peněžní prostředky, vesměs splácejí dluhy nebo peníze ukládají na termínový účet. Pouze čtvrtina z nich tyto prostředky využívá i k nákupu finančních investic. Tyto preference se od r.1997 nezměnily.

Jak využívají v rámci řízení hotovostních toků naše podniky skonto, tj. slevu při dřívějším placení? Podle dotazníkového šetření pro urychlení plateb od svých zákazníků jej používá 47 % podniků. Naopak při placení svých závazků využívá skonto 50 % podniků. Shoda v odpovědích (ano/ne) u těchto dvou otázek byla cca 70 %. To znamená, že pokud podnik poskytuje skonto svým zákazníkům, často jej také sám využívá. Významnější vliv poskytování skonta na výši nedobytných pohledávek nebo pohledávek po lhůtě splatnosti se ovšem u podniků neprokázal. Nelze také prokázat statisticky významnou závislost mezi využíváním skonta podnikem a výši jeho závazků po lhůtě

splatnosti. V průměru je u respondentů podíl pohledávek po lhůtě splatnosti na celkové výši pohledávek 38 %, podíl nedobytných pohledávek 19 % a podíl závazků po lhůtě splatnosti na celkových závazcích 21 %. Mezi jednotlivými podniky však existují velké rozdíly u uvedených kategorií, zejména u údajů o velikosti závazků po lhůtě splatnosti. Mezi výši pohledávek po lhůtě splatnosti a závazků po lhůtě splatnosti existuje slabá pozitivní závislost (korelační koeficient 0,41), mezi součtem výše pohledávek po lhůtě splatnosti a nedobytných pohledávek a závazků po lhůtě splatnosti opět slabá závislost (korelační koeficient 0,36).

Pro zlepšení hotovostních toků lze využívat služeb factoringových nebo forfaitingových společností. Těchto služeb využívá necelá třetina podniků.

V r.1997 až dvě třetiny respondentů odpovědělo, že dividenda má (nebo měla by v případě vyplacení) vliv na tržní cenu jejich akcií. Tento názor se lišil v závislosti na trhu, na kterém byly akcie podniku obchodovány (na hlavním trhu vliv předpokládalo 83 % respondentů). V r.1999 byla o vlivu vyplácené dividendy na tržní cenu akcie přesvědčena již pouze necelá polovina respondentů, podobný výsledek byl zaznamenán v r. 2000.

Americký ekonom Ghosh na základě průzkumu provedeného v USA (Ghosh, 1993) zjistil, že když manažeři volí mezi možnostmi vyplácet vyšší dividendy nebo konzervovat zdroje pro nejisté investiční příležitosti, dávají přednost vyšším dividendám. Ve volbě mezi snižováním dividend nebo půjčením si prostředků s vysokými náklady a rizikem - dávají manažeři přednost druhé alternativě. Podle dotazníkového průzkumu finanční manažeři v českých podnicích dávají přednost konzervování prostředků v podnicích před vyplácením dividend a redukcí dividend před půjčováním cizích zdrojů. U vlastníků podniků předpokládají finanční manažeři větší tendenci k vyplácení dividend i více z nich ve srovnání s finančními manažery zaujímá negativní postoj ke snižování dividend (tabulka 6-3.2 a tabulka 6-3.3). Výsledky průzkumu z let 1997 a 2000 jsou velmi podobné, menší odchylky se objevují v r.1999. Z podniků, které na dotazník v r. 1999 reagovaly, bylo relativně velké zastoupení podniků, které prosazují stabilní dividendovou politiku a relativně málo těch, kteří dividendu zatím nevyplatily. Tato fakta mohou vysvětlit větší ochotu vyplácet dividendy.

	Vyplácet vyšší dividendu			Konzervovat zdroje		
	1997	1999	2000	1997	1999	2000
Finanční manažeři	11%	37 %	10 %	89 %	63 %	90 %
Vlastníci	45 %	59 %	48 %	55%	41 %	52 %

Zdroj: vlastní výzkum a zpracování

Tabulka 6-3.2: Volba mezi vyplácením vyšší dividendy nebo konzervováním zdrojů pro nejistou investiční příležitost v případě vysokého zisku po zdanění

	Snížit dividendy			Udržet dividendu a vypůjčit si cizí zdroje		
	1997	1999	2000	1997	1999	2000
Finanční manažeři	65 %	65 %	63 %	35 %	35 %	37 %
Vlastníci	52 %	40 %	43 %	48 %	60 %	57 %

Zdroj: vlastní výzkum a zpracování

Tabulka 6-3.3: Volba mezi snížením dividendy a vypůjčením si cizích zdrojů

Co se týče dividendové politiky, kterou si české akciové společnosti volí, průzkum v letech 1997 a 1999 ukázal, že 60 % respondentů buď nevyplácí dividendy nebo nemá dividendovou politiku. V r. 2000 to bylo 72 % respondentů (tabulka 6-3.4).

Ostatní respondenti odpověděli takto: v r. 1997 dvě pětiny z nich preferovalo stabilní dividendovou politiku, dvě pětiny konstantní podíl dividendy na čistém zisku a jedna pětina reziduální dividendovou politiku. V r. 1999 již 73 % a v r. 2000 67 % podniků, které uskutečňují dividendovou politiku, dává přednost stabilní dividendové politice.

Rok	1997	1999	2000
Stabilní dividendová politika	16 %	27 %	19 %
Reziduální dividendová politika	9 %	7 %	6 %
Fixní výše dividendového podílu na zisku	16 %	7 %	3 %
Podnik nemá dividendovou politiku	14 %	32 %	28 %
Podnik dosud dividendu nevyplatil	45 %	27 %	44 %

Zdroj: vlastní výzkum a zpracování

Tabulka 6-3.4: Dividendová politika podniků

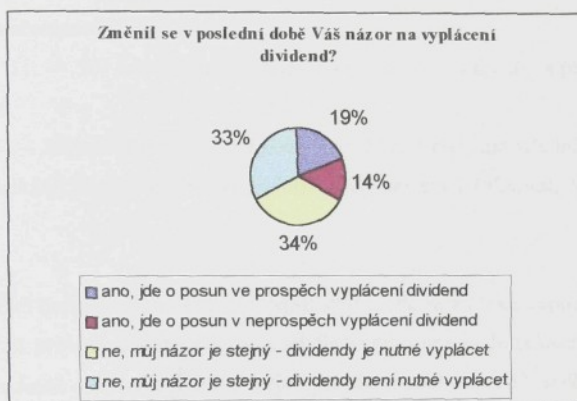
Hlavním faktorem při stanovení dividendy je výše zisku (více než polovina odpovědí). Tento faktor vystupuje jako dominantní ve všech provedených dotazníkových šetřeních. Další nejčastější odpovědi je přání vlastníků (třetina odpovědí), objem investičních příležitostí nebo finanční stabilita podniku.

Nejčastější odpovědi, proč podniky vyplácí (nebo vyplácely) dividendu je tlak vlastníků (61 % odpovědí) nebo uvolnění přebytku volných hotovostních zdrojů (čtvrtina odpovědí). V průzkumu z r. 1999 bylo pořadí odpovědí: tlak vlastníků (63 %), snaha o získání externích zdrojů a tudíž snaha dát signál investorům (17 %), přebytek zdrojů (13 %).

Nejčastější odpovědi, proč podniky dividendy nevyplácejí nebo vyplácenou dividendu snižují, je nízký zisk po zdanění (polovina odpovědí) a použití zisku pro financování investičních příležitostí (třetina odpovědí). V 8 % odpovědí respondenti uvedli jako důvod nedostupnost jiných zdrojů financování. Spíše výjimečně se objevil jako důvod nedostatečný tlak vlastníků nebo fakt, že trh nereaguje na výplatu dividend. V průzkumu z r. 1999 bylo pořadí prvních dvou důvodů opačné.

Na otázku, zda podnik přizpůsobuje dividendovou politiku svým dlouhodobým cílům, odpovíděly kladně dvě třetiny respondentů (stejně jako v r.1999). Třetina podniků, které toto nedělají, vesměs patří k podnikům, které uvedly, že dividendovou politiku nemají.

U třetiny manažerů došlo v poslední době ke změně názorů na výplatu dividend – více než polovina z nich soudí, že dividendy by se vyplácet měly, ostatní naopak změnili názor v neprospěch vyplácení dividend. Z těch manažerů, kteří svůj názor nezměnili, polovina říká, že dividendy je nutné vyplácet, druhá polovina s tímto názorem nesouhlasí (obrázek 6-3.2).



Obrázek 6-3.2: Názory manažerů na vyplácení dividend (vlastní výzkum a zpracování)

Další problematikou, která byla předmětem dotazování, byla znalost a používání metod oceňování. Pokud podniky z různých důvodů potřebují (potřebovaly) ocenit podnik, resp. majetkové podíly, použijí substanční metodu ocenění (majetkové ocenění) – 40 % respondentů, metodu diskontovaných budoucích hotovostních toků – 36 %, ostatní dávají přednost kombinaci těchto metod nebo využívají metodu srovnání s jinými podniky. Ve srovnání s výzkumem v r.1997 se nepotvrdily očekávání posunu ve prospěch metody diskontovaných budoucích hotovostních toků, i když je tato metoda přes možné potíže s odhadem hotovostních toků a diskontní sazby metodou nejvěrněji zobrazující skutečnou cenu.

Respondenti dále uvedli, že pokud se rozhodují o přijetí investičních projektů, hodnotí je na základě přepočtu na čistou současnou hodnotu polovina podniků, necelá třetina takto vybírá pouze některé z projektů a ostatní podniky se tímto nezabývají.

Co se týče řízení kurzových rizik, více než polovina respondentů se tímto řízením nezabývá, i když z předmětu jejich podnikatelské činnosti jsou v nějaké míře těmto rizikům vystaveny.

6.3.2 Výsledky výzkumu dotazníkového šetření u malých a středních podniků

Na dotazník odpovědělo 109 firem do 250 zaměstnanců. Jelikož firmy v rozmezí 1 – 250 zaměstnanců mají značně odlišné charakteristiky, byly některé otázky dotazníkového šetření vyhodnoceny na základě rozdělení do těchto skupin:

1. podniky do 10 zaměstnanců (mikropodniky). Celkem těchto podniků bylo 10 s průměrným počtem 6 zaměstnanců.
2. podniky s 11 – 50 zaměstnanci. Dotázáno bylo 40 podniků, s průměrným počtem 22 zaměstnanců.
3. podniky s 51 – 250 zaměstnanci. Tyto podniky vyhovují kritériím středních podniků pro využití podpor podnikání. Dotázáno bylo 59 podniků, tedy největší skupina. Průměrně zaměstnávaly 112 lidí.

Z výsledků dotazníkového šetření u MSP stojí určitě za zmínku odpověď na otázku, zda tyto podniky vyjadřují své dlouhodobé cíle pomocí finančního ukazatele (ukazatelů). Pouze méně než polovina respondentů potvrzuje takové vyjádření dlouhodobých cílů svého podnikání. Nejvíce respondentů s kladnou odpovědí patří do kategorie podniků s počtem zaměstnanců 51 - 250.

Odpovědi na otázku, jaké zdroje financování svého podnikání firmy používají, jsou uvedeny v tabulce 6-3.5. V závorkách je uveden procentuální podíl používání tohoto zdroje v jednotlivých skupinách podniků.

Typ zdroje	Počet zaměstnanců v podniku			
	1-10	11 – 50	51 – 250	Celkem
Vlastní vklady	7 [70%]	29 [73%]	32 [54%]	68 [62%]
Půjčené od přátel, rodiny	1 [10%]	8 [20%]	2 [3%]	11 [10%]
Zisk + odpisy	8 [80%]	28 [70%]	49 [83%]	85 [78%]
Leasing	4 [40%]	18 [45%]	38 [66%]	60 [55%]
Vstup partnera	0 [0%]	2 [5%]	2 [3%]	4 [4%]
Bankovní úvěr	0 [0%]	24 [60%]	42 [71%]	66 [61%]
Tichý společník	0 [0%]	1 [2,5%]	1 [2%]	2 [2%]
Rizikový kapitál	0 [0%]	1 [2,5%]	0 [0%]	1 [1%]
Dotace, podpory MSP	0 [0%]	3 [8%]	11 [19%]	14 [13%]
Jiné	0 [0%]	1 [2,5%]	2 [3%]	3 [3%]

Zdroj: vlastní výzkum a zpracování

Tabulka 6-3.5: Zdroje financování vzorku MSP

Obecně firmy upřednostňují financování pomocí zdrojů interních (70 % firem) než externích. Z interních zdrojů používají zejména zisk a odpisy. Podniky v průměru třetinu svých zisků po zdanění investují do obnovy a rozšíření majetku. Samozřejmě významnou součástí financování jsou vložené vlastní zdroje (současně každý desátý podnik hospodaří i s penězi od přátel a rodiny podnikatele).

Rizikový kapitál využívá pouze jeden z respondentů, 3 podniky se chystají tento způsob financování v budoucnu využít. Třetina podniků nebude tento způsob využívat, protože nemají vhodný projekt, u další třetiny podniků je tato forma nepřijatelná pro vlastníky podniku. Zbýlé podniky buď tuto formu financování neznají nebo mají o této formě financování a jeho poskytovatelích málo informací.

Dvě třetiny podniků ke svému financování využívají bankovní úvěr. Je však velký rozdíl v jejich používání v závislosti na počtu zaměstnanců podniku. Podíl využívání úvěrů u jednotlivých skupin podniků a jejich průměrné úrokové sazby v letech 1999-2000 jsou uvedeny v tabulce 6-3.6. U mikropodniků ani jeden podnik nevyužívá bankovní úvěr, u ostatních podniků je velká váha na střednědobých úvěrech, potom krátkodobých a nejméně se využívají dlouhodobé úvěry. Podniky odpověděly, že v případě snadné dostupnosti úvěru pro podnik by požadovaly (v průměru) tuto strukturu poskytnutých úvěrů: 30 % krátkodobých, 42 % střednědobých a 28 % dlouhodobých. V posledním řádku tabulky jsou pro srovnání uvedené úrokové sazby z nových úvěrů poskytnuté v ČR. Pokud porovnáme úrokové sazby, které v průměru dostávají na úvěry podniky v ČR a podmínky těchto úvěrů pro MSP, je jednoznačná tendence vyššího úrokového zatížení MSP. Tato skutečnost souvisí s větší rizikovostí podnikání MSP. Současné ale platí, že banky někdy tyto podniky apriori odmítají, aniž by jim stála za úvahu relace riziko-cena úvěru.

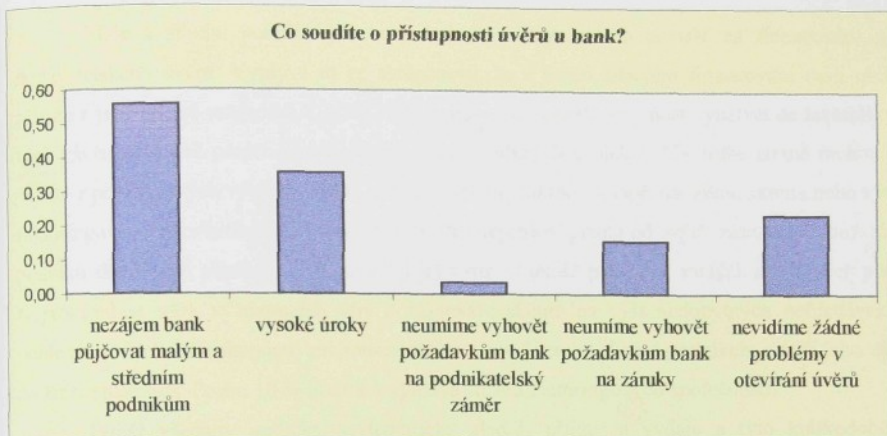
Potvrzují to i odpovědi na problémy spojené se získáním úvěrů (obrázek 6-3.3).

Počet zaměstnanců	Krátkodobé úvěry		Střednědobé úvěry		Dlouhodobé úvěry	
	1999	2000	1999	2000	1999	2000
1-10	-	-	-	-	-	-
11-50	36.8 % (12.9 % p.a.)	33.4 % (10.3 % p.a.)	54.5 % (12.7 % p.a.)	52.5 % (14.1 % p.a.)	8.7 % (19.5 % p.a.)	12.3 % (19 % p.a.)
51-250	36.5 % (10.7 % p.a.)	33.5 % (9.2 % p.a.)	44.5 % (11.5 % p.a.)	46.5 % (9.8 % p.a.)	19.0 % (10.7 % p.a.)	20.0 % (11.0 % p.a.)
Průměrné úrokové sazby z nových úvěrů v ČR	8.377 % p.a.	6.619 % p.a.	9.153 % p.a.	8.119 % p.a.	10.191 % p.a.	7.713 % p.a.

Zdroj: vlastní výzkum a zpracování; údaje ČNB

Tabulka 6-3.6: Podíl jednotlivých typů úvěrů na celkových úvěrech podniku a průměrná výše jejich sazeb

Na obrázku 6-3.3 jsou uvedeny hlavní důvody problémů MSP se získáváním bankovních úvěrů; 23 % respondentů problémy se získáním úvěru nemá.



Obrázek 6-3.3: Přístupnost bankovních úvěrů pro MSP (vlastní výzkum a zpracování)

Více než třetina podniků se již někdy zajímala o financování devizovým úvěrem, pětina podniků této možnosti využila.

Leasingové financování je u MSP oblíbené a obvykle více dostupné než bankovní úvěry – pomocí leasingu se v době dotazníkového šetření financovala více než polovina respondentů. Leasingu ale již pro své financování použilo 85 % podniků. Pouze čtvrtina z nich však financuje pomocí leasingu stroje a zařízení (zbytek připadá na automobily).

Pokud by si podniky mohly zvolit zdroj pro financování svých investičních záměrů, nejčastěji by volily toto pořadí: zisk + odpisy, čerpání korunového úvěru, leasing, další vklad majitelů podniku, čerpání devizového úvěru, tichý společník, rizikový kapitál.

Faktory, které ovlivňují tvorbu kapitálové struktury v podniku, seřadili respondenti takto (od nejdůležitějšího k méně důležitým):

1. náklady kapitálu (tj. cenu, kterou je nutné zaplatit ve formě úroků nebo podílů na zisku),
2. dostupnost zdrojů,
3. majetková struktura podniku,

4. negativní postoj k riziku, který souvisí se zadlužením podniku,
5. obavy vlastníků ze zředení jejich majetkových podílů,
6. průměrné hodnoty zadlužení v odvětví.

Malé a střední podniky jsou velmi často velkou měrou závislé na financování pomocí dodavatelského úvěru. Vyplývá to ze skutečnosti, že k jiným zdrojům financování mají obtížnější přístup a jsou pro ně vzhledem k jejich větší rizikovosti i dražší. Možnost využívat dodavatelský úvěr však závisí na jejich pozici i konkurenci u dodavatelských subjektů. Na druhé straně mohou získat peníze z prodeje svých výrobků dříve, než jsou splatné faktury – např. nabídkou skonta nebo využitím faktoringových a forfaitingových společností. Pro urychlení plateb od svých zákazníků používá 56 % podniků skonto, při placení svých závazků jej využívá téměř polovina malých a středních podniků. Neprokázal se však významnější vliv poskytování skonta na výši nedobytných pohledávek nebo pohledávek po lhůtě splatnosti, ani souvislost mezi využíváním skonta podnikem a výši jeho závazků po lhůtě splatnosti. Pouze 10 % podniků využívá služeb factoringových společností.

Téměř všechny podniky systematicky sledují příjmy a výdaje a tyto krátkodobé toky hotovosti plánuje 80 % podniků.

Pouze třetina podniků odpověděla, že netrpí nedostatkem peněz, u poloviny podniků jejich nedostatek představuje brzdící faktor rozšíření podnikání. 27 % podniků uvedlo, že mají problémy ufinancovat i běžný provoz.

Pokud mají podniky volné prostředky, 65 % podniků přednostně splácí dluhy, čtvrtina je nechává ležet na běžných účtech, čtvrtina je ukládá na termínované účty a pouze pětina podniků nakupuje ostatní druhy aktiv (podniky mohly uvést i více odpovědí).

Na obrázku 6-3.4 jsou znázorněny cíle podniků v budoucnu. Vzhledem na velký počet podniků, které chtějí zvýšit produkci nebo rozšířit firemní aktivity bez zvýšení počtu zaměstnanců, je evidentní, že budou muset investovat do lepších a výkonnějších technologií, případně lepší organizaci práce a tak zvýšit produktivitu práce. To ovšem obvykle vyžaduje získání dlouhodobých zdrojů financování.

Vaším cílem v budoucnu je:



Obrázek 6-3.4: Cíle podniků do budoucna (vlastní výzkum a zpracování)

V rámci výzkumu bylo zjištěno, že podniky, které využívají finanční plánování jako nástroj řízení (finanční plán delší než 1 rok má sestaven 43 % podniků) se zadlužují více než ty podniky, které finanční plánování nepoužívají. Ty, které se dluhům vyhýbají, neporovnávají náklady na alternativní zdroje financování a omezují své financování na použití nerozdělených zisků a vlastních peněz. Tady manažeři orientují své řízení podniku na krátkodobé řízení „den-ze-dne“. Půjčení peněz je pro ně příliš nejisté a budoucnost nepředvídatelná.

V tabulce 6-3.7 je uveden počet podniků v jednotlivých skupinách podle počtu zaměstnanců, které používají pro financování některý z podpůrných programů pro MSP. V závorce je vždy uveden procentuální podíl ve skupině).

Využití programů	Počet zaměstnanců v podniku			
	Do 10	11 – 50	51 – 250	Celkem
Ano	0 [0%]	5 [12.5%]	12 [20%]	17 [16%]
Ne	9 [90%]	18 [45%]	33 [56%]	60 [54%]
Neodpovědělo	1 [10%]	17 [42.5%]	14 [24%]	32 [30%]

Zdroj: vlastní výzkum a zpracování

Tabulka 6-3.7: Využití programů (domácích nebo zahraničních) pro podporu MSP

Nejčastěji podniky uváděly využití programu TRH. Podpora je poskytována ve formě příspěvku na úhradu úroků ve výši 5% úroku z bankovních úvěrů na dlouhodobý hmotný a nehmotný

majetek nebo příspěvku ve výši 50 % nákladů na získání certifikátu podle norem řad ISO 9000, ISO 14000, EMAS a na získání značky shody s normou ČNS TEST.

Chtějí být vůbec podniky informovány o programech pro MSP? Na to odpovídá tabulka 6-3.8.

	Počet zaměstnanců v podniku			
	Do 10	11 – 50	51 – 250	Celkem
Ano	6 [60%]	19 [48%]	18 [31%]	43 [38%]
Ne, o tyto informace nestojíme	2 [20%]	4 [10%]	3 [5%]	9 [9%]
Ne, máme dostatek informací	2 [20%]	15 [37%]	27 [45%]	44 [41%]
Neodpovědělo	0 [0%]	2 [5%]	11 [19%]	13 [12%]

Zdroj: vlastní výzkum a zpracování

Tabulka 6-3.8: Zájem o informace ohledně programů pro podporu MSP

Na základě odpovědí je možné vysledovat trend, který naznačuje následující: čím více má podnik zaměstnanců, tím více je informován a není u něj taková poptávka po informacích, jak u menších podniků. Největší podíl podniků, které využívají podpory pro MSP, jsou právě podniky ve skupině 51-250 zaměstnanců.

Nejčastějšími důvody, proč podniky podpory nevyužívají, je to, že se o podpory dosud nezajímaly nebo jim nebylo vyhověno, případně je nepovažují pro podnik za potřebné.

6.4 Určování výše nákladů na kapitál v podmínkách české ekonomiky

Podívejme se na možnosti využití metod pro určování nákladů na kapitál v podmínkách České republiky.

Použití **modelu oceňování kapitálových aktiv** v podmínkách rozvíjejícího se kapitálového trhu v České republice je problematické. CAPM není vhodným nástrojem pro hledání vazeb, které mohou existovat ve výnosech českých cenných papírů. Přirozené problémy s jeho aplikací na vyspělých trzích jsou znásobeny nedospělostí zdejšího kapitálového trhu. Podle Sommera (1997a) lze v podmínkách českého kapitálového trhu použít tzv. **tržní model**, to znamená hledání souvislosti mezi výnosem cenného papíru (r_i) a výnosem relevantního faktoru - v podmínkách České republiky se jeví jako vhodný burzovní index PX-50. Pokud známe u akcii daného podniku koeficient (vyjadřující systematické riziko cenného papíru - tedy jakým způsobem reaguje výnos akcie na změny burzovního indexu), koeficient α_i (tento koeficient říká, jak vysoký existuje u dané akcie autonomní výnos - tedy o kolik % vzroste nebo poklesne cena akcie, jestliže trh jako celek zaznamená stagnaci) a e_i (je nositelem nesystematického rizika akcie, toto riziko může být potlačeno v rámci

diverzifikovaného portfolia), je možné výnosnost akcie pro investora a tím i náklad tohoto kapitálu pro podnik, vyjádřit následovně:

$$r_i = \alpha_i + \beta_i \times \text{výnos indexu PX-50} + e_i \quad (6-4.1)$$

Tato očekávaná výnosnost je pak použita jako hledaný náklad vlastního kapitálu. Uvedený postup však lze použít pouze u podniků, jejichž akcie jsou obchodovány na veřejném trhu a jsou dostatečně likvidní - to znamená, že lze na základě vývoje jejich tržních cen za určité období stanovit výše uvedené koeficienty.

Nicméně i použití tržního modelu v ČR je velmi obtížné. Kapitálový trh v ČR není možné prozatím chápat jako efektivní. Tak jak se bude kapitálový trh v ČR zdokonalovat a stabilizovat, budou se zdokonalovat i podmínky pro stanovení systematického rizika pomocí beta koeficientů.

Kislingerová-Neumaierová (1998) upozorňují na to, že existuje velmi krátká časová řada pro stanovení závislosti změn dodatečného výnosu zkoumané akcie a dodatečného výnosu indexu trhu a vypovídací schopnost indexů našeho kapitálového trhu je špatná. Krátkodobost časových řad výnosů na BCPP neumožňuje použít roční ani měsíční data. Nejvyšší množství dat nabízí použití denních výnosů. I zde se však vyskytují problémy vzhledem na povolenou denní cenovou změnu 5 %. Nejvýhodnější se tedy jeví použití týdenních změn v cenách akcií a hodnotě burzovního indexu.

Podle Kislingerové (1999) i Sommera (1997a) je možné použít index PX-50, protože podle jejich předpokladů váhy tohoto indexu tvoří nejvíce obchodované podniky na burze. I Podpiera (2001) volí pro zkoumání vlivu pohybů indexů na rozvinutých trzích na indexy v ČR právě PX-50 a říká, že dobře znázorňuje vývoj českého akciového trhu. S tímto názorem lze polemizovat, protože index PX-50 ztrácí postupně vypovídací hodnotu hlavního burzovního indexu - s padesáti tituly v něm obsaženým se stěží obchoduje. Na pražské burze se již dlouhodobě obchoduje přibližně pouze z 30 tituly, přičemž nad milion korun se často vyhoupnou jenom tituly obchodované v systému SPAD. (Od ledna 1999 se počítá index blue chips PX-D - v jeho bázi jsou nejlepší akcie ze systému SPAD, tj. sedm titulů).

Metoda analogie

Pokud chceme použít výše uvedený model pro podniky neobchodované nebo s jinou právní formou - lze použít beta podobných podniků, nebo využít průměrné údaje za určitý obor nebo odvětv (tabulka 6-4.1). Samozřejmě platí určitá opatrnost vzhledem k výše uvedeným skutečnostem českém kapitálovém trhu.

<i>Sektor</i>	β	<i>Sektor</i>	β
Bižuterie, sklo	0,675	Služby	0,771
Dřevařský a papírenský průmysl	0,888	Stavebnictví	0,400
Distribuce energie	1,605	Strojírenství	0,800
Distribuce plynu	1,245	Těžba nerostů a rud	1,738
Doprava	0,515	Telekomunikace	1,033
Hutnictví a zpracování kovů	1,423	Textilní a oděvní průmysl	0,469
Peněžnictví	0,870	Výroba potravin	0,523
Petrochemie	1,926	Výroba energie a tepla	0,697

Pramen: Hospodářské noviny, 9.1.1998

Tabulka 6-4.1: Koeficienty beta za předpokladu plného financování vlastním kapitálem

Použití fundamentálních faktorů

Postup je závislý na existenci fungujícího kapitálového trhu. Trh neurčuje ceny, které by se přibližovaly vnitřní hodnotě cenných papírů. Koeficienty beta nevykazují na našem trhu téměř žádnou souvislost s fundamentálními ukazateli hospodaření podniku (Sommer, 1997a).

Prognóza beta na základě analýzy provozního a finančního rizika

Výhodou modelu je, že odhad koeficientu beta není závislý na efektivním trhu. Lze jej s určitou opatrností použít i v podmínkách ČR.

Použití dividendového modelu pro určení nákladů vlastního kapitálu je u většiny podniků vzhledem k tomu, že dividendu nevyplácí, problematické. Dividendu z celkového počtu podniků obchodovaných na BCPP vyplácí pouze velmi malá část podniků (tabulka 6-4.2). Dividendový výnos akcií, jak je z tabulky patrné, je velmi nízký (v průměru kolem 4 %); nedosahuje ani výše roční úrokové míry bezrizikových investic. Vysoké směrodatné odchylky u výše vyplacené dividendy a u dividendového výnosu prozrazují, že existují velké rozdíly ve výši vyplacených dividend i v dividendovém výnosu jednotlivých akcií. Podíl podniků, s jejichž akciemi se obchodovalo na BCPP, a.s. a které vyplatily dividendu, se oproti minulým obdobím v r.1997 zvýšil. Příčinou bylo podstatné snížení počtu obchodovaných titulů na volném trhu, kde byl podíl podniků, které v předcházejících letech dividendu vyplácely, nejmenší. V roce 1998 došlo k výraznému přesunu obchodovaných titulů z hlavního na vedlejší trh, současně došlo k dalšímu poklesu počtu podniků obchodovaných na volném trhu, které vyplatily dividendu. Tento trend pokračoval i v dalších letech.

U hlavního a vedlejšího trhu (v r.1994 kótovaného trhu) také dochází postupně v jednotlivých letech ke snižování počtu podniků vyplácejících dividendu.

Třetina podniků nevyplatila dividendu ani jednou.

Dividendový model dále předpokládá vyplácení stejné výše dividendy nebo stabilní tempa růstu dividend (stabilní dividendovou politiku). Podle průzkumu autorky (viz kap. 6.3.1), ve kterém

byly osloveny podniky obchodované na BCPP, v r.1997 dvě pětiny podniků (z počtu podniků, které odpověděly, že uskutečňují některý z typů dividendové politiky) preferovalo stabilní dividendovou politiku, v r. 1999 a v r. 2000 to bylo cca 70 % podniků. Tento posun by mohl zvýšit použitelnost dividendového modelu v našich podmínkách, i když je možné, že preference mohou být v poloze spíše přání, než skutečné reality. Podle Glana et al. (1995) podniky na rozvíjejících se trzích (emerging markets) kladou větší důraz na dividendový výplatní poměr než na absolutní úroveň vyplácených dividend. Filip (2000) se na základě statistického vyhodnocení vztahu změny dividendy a účetních podnikových zisků přiklání k názoru, že podniky se spíše drží výplaty konstantní procentní části čistých zisků. Tento závěr činí na základě posouzení průměrných meziročních změn dividend a meziročních změn výdělků.

Dividenda vyplácená v roce (ze zisku min. roku)	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
Celkem podniků obchodovaných na BCPP	990	1626	1591	276	266	187	137
Dividendu vyplátilo v % z celkového počtu	19,8 %	12,9 %	15,5 %	29,7 %	13,5 %	17,6 %	16,8 %
Průměrný dividendový výnos	2,6 %	4,2 %	4,6 %	5,6 %	4,5 %	4,1 %	3,7 %

Pramen:vlastní zpracování na základě údajů BCPP, a.s.

Tabulka 6-4.2 Výplata dividend podniky obchodovanými na BCPP, a.s.

Dividendová politika akciových společností je v současném období výrazně ovlivněna především těmito skutečnostmi:

- vlastnickou strukturou podniků (vlastníci kontrolních balíků mají efektivnější způsoby, jak přijít k penězům, než aby se dělili formou vyplácených dividend s ostatním akcionáři),
- podniky mají nedostatek vlastního kapitálu s ohledem na potřebný rozvoj technologických inovací,
- bankovní soustava uskutečňuje relativně tvrdou restriktivní politiku, zejména v oblasti dlouhodobých úvěrů,
- možnosti získání finančních zdrojů na kapitálovém trhu jsou minimální,
- kapitálový trh nereaguje standardně na výplatu dividend.

Poslední poznámka vychází z těchto závěrů:

- na základě výsledků provedeného statistického šetření závislosti vývoje tržní ceny na vyplácené dividendě nebyl prokázán signalizační efekt dividendy (Pavelková, 1999). Toto šetření bylo postaveno na využití modelu CAPM a byl sledován vývoj tržních cen akcií podniků, které vyplátily dividendu, po dobu 1 měsíce po výplatě dividendy. Výnos tržního portfolia byl reprezentován indexem PX-50.
- studie Filipa (2000) uvádí tyto výsledky:

- objem obchodů s akciemi podniků se výrazně zvyšuje měsíc před datem ex-dividendy – tedy před a těsně po valné hromadě. K dalšímu významnému růstu obchodování dochází až měsíc a půl po datu ex-dividendy.

- Filip popisuje vývoj akcií kolem data ex-dividendy, kdy se akcie poprvé obchoduje bez nároku na dividendu. Analýza dokumentuje abnormální propad u skupiny akcií s vysokým dividendovým výnosem (-4,7 % ve čtyřech dnech po datu ex-dividendy), přestože se akcie vzhledem k setrvačnosti vypořádacích mechanismů BCPP obchodovaly již několik dní před rozhodným datem bez faktického nároku na dividendu. Investor na trhu v průměru utrpěl ve dnech kolem data ex-dividendy kapitálovou ztrátu, která byla vyšší než hrubý či čistý dividendový výnos. To potvrzuje neefektivní a neracionální chování investorů na české burze.

Podle těchto závěrů lze říci, že v kontextu výsledků zahraničních studií vztahujících se k výplatě dividend jde česká burza „proti proudu“ setrvačným propadem kurzů akcií po výplatě dividendy.

Vzhledem k nevyplácení dividendy se mnoha podnikům opticky jeví vlastní kapitál jako nejlevnější zdroj financování.

Další možností, jak odhadnout náklady vlastního kapitálu, je **postup založený na připočtení rizikové přírážky k bezrizikové úrokové sazbě** pomocí tzv. stavebnicového modelu. U tohoto postupu jsou dva problémy – co vzít jako bezrizikovou úrokovou sazbu a jakým způsobem určit rizikovou přírážku. V zahraničí se obvykle používá pro bezrizikovou úrokovou sazbu výnosnost desetiletých státních dluhopisů, někteří odborníci u nás navrhuji používat úrokovou míru státních pokladničních poukázek. Pluhař navrhuje vzít jako bezrizikovou úrokovou sazbu výnos dluhopisů Ministerstva financí. Vzhledem k malému počtu emisí dluhopisů MF ČR lze použít k výpočtu bezrizikové výnosové křivky i kotace mezibankovních sazeb PRIBOR s dobou splatnosti 1,3,6,9 měsíců a 1 rok. V tabulce 6-4.3 je uveden vývoj výnosů pětiletých státních dluhopisů a mezibankovní sazby PRIBOR 3M.

Vývoj na trhu státních dluhopisů je zatížen nejistotou, která pramení z obecně složité situace v oblasti veřejných financí a s tím souvisejícím růstem objemu emisí státních dluhopisů.

Kislingerová – Neumaierová (1998) mluví v souvislosti s bezrizikovou úrokovou sazbou o diskontní sazbě národní banky nebo uvádí jako další možnost použití úrokové sazby mezibankovního trhu (v ČR – PRIBOR). Sommer (1997a) doporučuje výnosnost krátkodobých státních dluhopisů.

Myslím si, že vzhledem na dlouhodobý horizont, který zvažujeme při řešení oceňování podniku, hodnocení efektivity investic a jejich financování, hledání optimální výše kapitálových výdajů apod., je potřebné vzít jako základ pro vyčíslení nákladů vlastního kapitálu takovou bezrizikovou sazbu, která odpovídá tomuto dlouhodobému časovému horizontu (tj. výnosnost pětiletých nebo desetiletých státních dluhopisů).

	Výnos 5L státních dluhopisů do doby splatnosti	PRIBOR 3M
1994	9.00	9.11
1995	9.30	10.86
1996	10.03	11.98
1997	10.53	15.97
1998	12.12	14.33
1999	7.57	6.84
2000	6.77	5.36
2001 predikce	6.30	5.20
2002 predikce	6.90	5.80
2003 predikce	7.60	6.20

Tabulka 6-4.3: Vývoj výnosů pětiletých dluhopisů a mezibankovní sazby PRIBOR v letech 1994-2000 a jejich predikce 2001-2003

Dalším problémem u stavebnicového modelu je potom stanovení rizikové přírážky. V podmínkách české ekonomiky se jeví dobře použitelný model INFA, který byl popsán v kapitole 4.3.4.2. Pro představu o průměrných hodnotách alternativního nákladu na kapitál vypočítaných pomocí modelu INFA je v tabulce 6-4.4 uveden přehled těchto hodnot za jednotlivá odvětví (v tabulce je uveden i přehled bezrizikových úrokových sazeb, které byly v modelu použity, aniž jsou ovšem v metodice MPO definovány).

Období	Bezriziková úroková sazba	Odhadovaná výše nákladů na vlastní kapitál v průmyslu
1998	10,5	18,6
1999	7,6	16,9
2000	6,5	12,3

Zdroj: MPO

Tabulka 6-4.4: Odhady nákladů na vlastní kapitál v průmyslu v ČR

Určení nákladů vlastního kapitálu na základě průměrné rentability. Tato metoda je výhodná vzhledem na dostupnost dat. Nevýhodou je regulace účetní rentability pomocí tvorby a rozpouštění tichých rezerv, podniky využívají možnosti „daňové optimalizace“. Navíc by byla vhodnější rentabilita počítána z tržní hodnoty kapitálu. Zjištění tržní hodnoty je ovšem vzhledem k výše uvedeným skutečnostem často velmi problematické.

Účetní rentabilita vlastního kapitálu podniků v České republice je velmi nízká. Problémem je také existence velké skupiny ztrátových podniků a podniků se záporným vlastním kapitálem.

Při **stanovení nákladů cizího kapitálu** je situace o něco jednodušší. Pokud se podíváme na situaci podniků působících v rámci české ekonomiky, jsou náklady úročeného cizího kapitálu u podniků ovlivňovány zejména úrokovými sazbami bankovních úvěrů, vzhledem k tradiční oblíbenosti používání tohoto zdroje cizího kapitálu. Zjistit úrokové podmínky, které nabízejí banky při úvěrování svých jednotlivých klientů je problematické. Banky obvykle postupují podle ratingových a scoringových modelů, které si samy vytvářejí a které představují jejich obchodní tajemství.

Významným parametrem dluhových cenných papírů na všech trzích těchto instrumentů je úvěrové riziko. V podmínkách českého trhu však snaha o přesnou kvantifikaci tohoto rizika naráží na různé překážky. Pokud chceme využít ratingovou metodu pro měření úvěrového rizika, je tady problém krátké historie časových řad, krátká historie českých ratingových agentur, nesrovnatelnost emitentů stejné ratingové kategorie a další problémy.

Měření úvěrového rizika u dluhopisů v podmínkách ČR je komplikováno několika skutečnostmi:

- co vzít jako bezrizikovou úrokovou sazbu

Polemika o bezrizikové úrokové sazbě byla zmíněna výše.

- různé režimy zdanění

Různé režimy zdanění dluhopisů v ČR byly uvedeny v kap. 6.1.1.

- neúplnost trhu (malý počet emisí jednoho emitenta na trhu)

Podnikových i státních dluhopisů v jednotlivých skupinách podle danění je velmi malý, ještě markantnější je problém malého počtu emisí jednoho emitenta.

- převaha emitentů s vyšším ratingem

Prostřednictvím emise dluhopisů mají šanci získat na našem trhu zdroje jenom velké emise velmi bonitních subjektů.

- nelikvidita mnoha podnikových dluhopisů

Mnoho dluhopisů, především podnikových, je obchodováno jen velmi krátkou dobu po emisi. Poté, co je nakoupí dlouhodobí investoři, stávají se tyto dluhopisy pro obchodníky nezajímavými a ti je přestávají kótovat. Případně nejsou dluhopisy obchodovány vůbec (jsou umístěny do portfolia předem oslovených investorů).

- existence různě konstruovaných záruk a garancí

Pokud je dluhopisu zajištěný výnos a jistina třetí stranou, snižují se nároky investora na výnos.

- existence call opcí u mnoha dluhopisů

K existenci různých variant doložky o svolání se obvykle odhlíží. (Pluhař, 2001)

K významným ratingovým agenturám v ČR patří společnost CRA Rating Agency, a. s., přidružený člen Moody's Investor Service. Existuje od r. 1998 a je nejstarší ratingovou agenturou v ČR. CRA zpracovává rating ekonomických subjektů. Jedná se zejména o rating průmyslových podniků, měst a finančních institucí, přistoupila již také k hodnocení obligací (hypotečních zástavních listů) a projektů (zvláště projekty bytové výstavby).

Častou formou financování podniků, zejména malých a středních, je leasing. Náklady spojené s tímto zdrojem financování souvisejí s úrokovým zatížením zdrojů, které získávají leasingové společnosti, zejména od bank.

6.5 Doporučení pro efektivní řízení nákladů kapitálu podniků

Tato kapitola v sobě obsahuje syntézu předešlých zjištění a výsledků analýz v podobě doporučení pro efektivní řízení nákladů kapitálu podniků.

Podniky, které chtějí na trhu uspět, brzy zjistí, že zvítězí jen nejvyšší kvalita za co nejnižší cenu. Nízkou cenu lze ale dosáhnout mimo jiné i tím, že podnik financuje své aktivity kapitálem nesoucím co nejnižší náklady.

Součástí podnikové strategie proto musí být hledání cest, jak náklady na kapitál snížit. Dosažením minimálních nákladů na kapitál podnik optimalizuje svojí kapitálovou strukturu. Optimálních dluhových poměrů však může podnik dosáhnout za předpokladu, že jsou jednotlivé zdroje financování dostupné. Dostupnost zdrojů souvisí s možnostmi samotného podniku, domácího kapitálového trhu a přístupem na mezinárodní kapitálové trhy. U samotného podniku je důležitá jeho schopnost generovat interní zdroje financování a jeho možnosti získat externí zdroje. Dostupnost externích zdrojů financování pro podnik je ovlivněna jeho velikostí, dosavadním vývojem hospodaření, ale i podmínkami, které vytváří domácí kapitálový trh. Pokud domácí kapitálový trh nenabízí dostatek příležitostí k získání zdrojů nebo nabízí drahé zdroje financování, nabízí se některým podnikům možnost získat tyto zdroje i na mezinárodních trzích. Někdy dochází k uvedení na trh nebo emisi na zahraničních trzích i z důvodu nastartování budoucích obchodních aktivit v těchto zemích a tímto způsobem je podpořena marketingová aktivita.

Na základě analýzy ukazatele EVA jako souhrnného ukazatele úspěšnosti podniku víme, že pozitivně bude na výši EVA působit snížení průměrných nákladů na kapitál. Maximální tržní hodnoty dosahuje podnik při minimálních průměrných nákladech na kapitál.

Výše nákladů kapitálu se promítá do různých oblastí rozhodování podniku. Velikost nákladů ovlivňuje například rozhodování o efektivnosti a následné realizaci investičních záměrů. Při hodnocení efektivnosti investičních projektů pomocí čisté současné hodnoty diskontujeme budoucí peněžní toky související s investicí a tím vyjadřujeme jejich hodnotu pro nás dnes. Diskontní sazba se odvíjí od průměrných nákladů podnikového kapitálu. Investiční projekt by měl mít výnosnost minimálně ve výši těchto nákladů, jinak jeho přijetí a realizace sníží hodnotu podniku. Proto čím nižší náklady kapitálu, tím je podnik schopen realizovat projekty i s event. nižší výnosností – a tím může získat konkurenční výhodu. S touto oblastí finančního řízení souvisí i optimální výše kapitálových výdajů, která je vázána na mezní náklady na kapitál. Čím jsou nižší, tím více může podnik efektivně investovat. Podobně může výše diskontní sazby výrazně ovlivnit cenu majetkových podílů, které by podnik případně odprodával, nebo hodnotu celého podniku při jeho prodeji.

Snižít průměrné náklady na kapitál je možné:

- *snížením nákladů jednotlivých druhů použitého kapitálu*

Náklady jednotlivých druhů kapitálů jsou různé. Souvisejí zejména s mírou rizika, kterou investor podstupuje, s likviditou této investice a délkou doby, na kterou investor poskytuje své peníze. Nejlevnější je proto krátkodobý cizí kapitál, nejdražší vlastní kapitál. Z toho vyplývá zásada nepoužívat dlouhodobý kapitál nesoucí vyšší náklady na financování krátkodobého majetku (neplatí, pokud se jedná o oběžný majetek trvale v podniku přítomen, nebo pokud by z hlediska různé doby obratu pohledávek a závazků mohlo dojít k ohrožení likvidity podniku). Pokud se podnik zadlužuje, měl by zvažovat formu dluhu. Ve vyspělých tržních ekonomikách je obvyklé, že např. podnikové dluhopisy nesou nižší úrok než bankovní úvěry. V našich podmínkách je ovšem pro drtivou většinu podniků vydání dluhopisů nereálnou možností. Více podniky spoléhají na bankovní úvěry. I tady je však možnost volit – např. úvěr v domácí nebo zahraniční měně. Pokud má podnik možnost volit devizový úvěr (obvykle banky vyžadují, aby podnik realizoval tržby v zahraniční měně), může být pro podnik výhodný z hlediska výše úrokových sazeb (v průběhu 90-tých let se však postupně rozdíl mezi úrokovými sazbami na domácí a devizový úvěr snižoval). Pokud má podnik příjmy v určité měně, je výhodné použít úvěr v této měně – je tím eliminováno kurzové riziko, ovšem za předpokladu časového sladění přijatých plateb a splátek úvěru a úroků. Pokud podnik nemá časově koordinované příjmy v dané měně a splácení úvěru, může nést další náklady na zajištění kurzových rizik. Jinou možností je získat úvěr v zahraničí, např. v rámci působení dceřinné společnosti.

Nejdražší je vlastní kapitál, nicméně financování tímto způsobem je pro podnik nejméně rizikové, neohrožuje finanční stabilitu podniku. Zejména podniky s vysokým podnikatelským rizikem (rizikem spojeným s oborem podnikání) by měly mít dostatečný podíl vlastního kapitálu v kapitálové struktuře, aby nesly co nejmenší finanční riziko, tj. riziko spojené s vysokým podílem fixních plateb

věřitelům. Vlastní zdroje mohou mít podobu vkladů vlastníků do podnikání nebo vytvořených a nerozdělených zisků a odpisů. Odpisy stačí na jednoduchou reprodukci majetku, pouze pokud nedochází ke zvyšování cen. V případě rozvoje společnosti je nutné využívat dalších zdrojů. Politika rozdělování zisku je proto z hlediska možnosti reinvestovat zisky velmi důležitá. Vlastníci podniku musejí zvažovat, jestli dají přednost vyplácení podílů na zisku nebo jejich reinvestováním (samozřejmě efektivním) přidají hodnotu svým vkladům. V této souvislosti je opět nutné upozornit na to, že pokud nejsou podniky schopné alespoň přibližně vyčíslit své náklady na kapitál, nejsou potom ani schopné posoudit, jestli investované peníze vynakládají efektivně. Podniky proto musí znát principy a metody vyčíslování těchto nákladů i metody hodnocení efektivnosti investic. Dalším zdrojem, který mohou podniky použít, je zvyšování vkladů – to může být omezeno finančními možnostmi stávajících vlastníků, možnostmi získat další podílníky nebo tyto zdroje získat na kapitálovém trhu veřejným úpisem akcií (u akciových společností). Vzhledem k stavu českého kapitálového trhu je poslední možnost zatím víceméně hypotetická.

Samotné vyčíslování nákladů kapitálu naráží na mnoho problému. Teoretických přístupů k určování výše nákladů je více, v podmínkách české ekonomiky vzhledem k nedostatečné rozvinutosti kapitálových trhů, k častému nevyplácení dividend a k účetním praktikám je zřejmě nejlépe použitelný stavebnicový model INFA. Metodika postupu je navíc dostupná na internetových stránkách Ministerstva průmyslu a obchodu, je poměrně jednoduchá a srozumitelná. Nebo lze postupovat cestou přírůžek za různé typy rizika podle tabulek uvedených v práci.

- *vzhledem k možnosti využití daňového štítu u cizího kapitálu, používat více cizího kapitálu k financování potřeb podniku*

Úroky z cizího kapitálu snižují daňové zatížení podniku, protože úrok jako součást nákladů snižuje zisk, ze kterého se platí daně – jedná se o tzv. daňový štít. Naproti tomu podíly ze zisku (jako odměna za použití vlastního kapitálu) jsou vypláceny až ze zisku zdaněného, navíc dále podléhají zdanění. Náklady cizího kapitálu díky daňovému štítu jsou tedy nižší než u vlastního kapitálu a cizí kapitál navíc neřadí podíl vlastníků na jmění podniku. Použití cizího kapitálu tak může ovlivnit rentabilitu vlastního kapitálu. Pokud by jsme chtěli posoudit výhodnost financování podniků pomocí dluhu vůči financování vlastním kapitálem, je potřebné určit tzv. maximální úrokovou míru, při které ještě působí tzv. finanční páka pozitivně. Finanční páka představuje poměr cizích úročených zdrojů k vlastnímu kapitálu. Pokud je úroková míra dluhu nižší než je rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu, působí finanční páka pozitivně, tj. zvyšuje rentabilitu vlastního kapitálu. Pokud si ovšem podnik nemůže půjčit peníze levněji než je rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu, působí finanční páka negativně a zadlužení přispívá ke snižování rentability vlastního kapitálu. Je potřebné uvedené poznatky opravdu zvažovat - tento efekt se nepříznivě podepsal na finanční situaci mnoha

našich podniků v minulých letech – podniky s velmi nízkou rentabilitou si půjčovaly peníze i při 20%-ních úrokových sazbách.

V souvislosti s výhodami spojenými s využitím daňového štítu je nutno upozornit na některé faktory tuto výhodu omezující. Daňový štít působí jen tehdy, dosahuje-li podnik dostatečné výše provozního zisku. Dalším aspektem, který je nutno zvážit – vysoké zadlužení může ohrozit finanční stabilitu podniku. Zejména podniky s velkým podílem nehmotných aktiv a podniky s nestabilní výši dosahovaných zisků by měly být opatrné při zadlužování se. Náklady tzv. „finanční tísně“ by mohly převážet nad úsporami vzniklými využitím daňového štítu. Současně je nutné vzít v úvahu i fakt, že nejenom úroky, ale i např. odpisy nebo leasingové splátky tvoří daňový štít. Na tuto skutečnost je potřeba pamatovat při srovnávání výhodnosti použití leasingového financování s financováním na úvěr.

Z hlediska volby dividendové politiky by mohl být pro podniky zajímavý výsledek studie Filipa (2000), který říká, že v podmínkách českého kapitálového trhu je pro investora výhodná investiční strategie vybudovaná na akciích s nízkým dividendovým výnosem, kdy si investor může vybrat dividendy a přitom profitovat z krátkodobého kapitálového zhodnocení akcií po dni ex-dividendy. Celkový výnos byl u těchto akcií podle studie výrazně vyšší než výnos indexu PX-50 ve stejném období. U akcií s vysokým dividendovým výnosem je výhoda vysoké dividendy korigována záporným nadměrným výnosem a kapitálovými ztrátami (i když celkově dosahuje investor vyššího zhodnocení než ve stejném období nabídl index). U portfolia s akciemi s vysokým dividendovým výnosem je však celkový výnos nižší než u akcií s nízkým dividendovým výnosem.

Vzhledem k omezeným možnostem získat kapitál na domácím kapitálovém trhu lze podnikům doporučit poohlédnout se po možnostech získání kapitálu na zahraničních kapitálových trzích. To je samozřejmě možné pouze při získávání většího objemu peněz, vzhledem k požadované likviditě vydaných cenných papírů. Zejména euroemise se jeví jako velmi perspektivní způsob získávání peněz při relativně nízkých nákladech.

Uvádění podniků na zahraniční burzy bude pravděpodobně pokračovat, nicméně vzhledem k pokračujícímu trendu k integraci trhů a odstraňování bariér postupně vymizí výhody přímých emisí. Výhody mezinárodní diverzifikace budou dále motivovat portfoliové investice. Vývoj, který lze očekávat, souvisí s trendy standardizace účetnictví, výkaznictví a daňových zákonů.

Pokud je podnik součástí multinacionální společnosti, může získat některé výhody z hlediska přístupu ke kapitálu a nákladů s nimi spojených. Důvodem je možnost získat zdroje od mateřské společnosti nebo půjčit si u dceřinné společnosti. Je zde možnost využít rozdílu ve zdanění, úrokového zatížení v jiné zemi nebo jména velké společnosti (a tím získání přístupu k půjčkám, možnosti emitovat cenné papíry, atd.). Podniky mohou v rámci multinacionálních společností

diverzifikovat i systematické riziko, které je v jedné zemi nediverzifikovatelné. Uvedené výhody mohou být na druhé straně zmenšeny kurzovými ztrátami, které mohou hrozit v případě nepříznivé změny kurzů jednotlivých měn.

Malé a střední podniky mají přístup ke kapitálu vždy těžší. Ulehčit jim mohou různé státní programy pro podporu malých a středních podniků (v rámci těchto programů kromě jiného jsou např. dotovány úroky, poskytované záruky apod.). Získávání informací o těchto programech a jejich případné využití však vyžaduje čas. To je zejména u mikropodniků s jedním nebo několika málo zaměstnanci téměř nereálné. Východiskem je zadat tuto úlohu externímu subjektu, který je na tyto činnosti specializován (regionální rozvojové agentury, vysoké školy, apod.).

Malé a střední podniky mají ale často rezervy i ve využívání různých nástrojů pro řízení hotovostních toků – od jejich plánování po řízení pohledávek a závazků. U těchto podniků hraje významnou roli využívání obchodních úvěrů jako zdroje financování. Tyto zdroje nenesou náklady kapitálu, pokud není nabídnuto za dřívější zaplacení skonto. Potom se za určitých podmínek může stát obchodní úvěr velmi drahým zdrojem financování, dražším, než by bylo použití např. kontokorentního úvěru pro dřívější zaplacení. A dnes jsou kontokorentní úvěry dostupné v podstatě všem i velmi malým podnikům. Podniky by měly také věnovat více času posouzení možností využívání služeb faktoringu a forfaitingu.

Vzhledem k větší rizikovosti malého a středního podnikání vyžadují ti, kdo poskytují peníze tomuto sektoru, větší výnosnost. To způsobuje větší tlak na efektivnost hospodaření a tvorbu většího zisku na korunu vloženého kapitálu. A to vyžaduje vysoký obrát majetku a vyšší ziskové marže. Vyšších ziskových marží lze dosáhnout pouze vyšší cenou prodávaných výrobků nebo poskytovaných služeb, nebo větším objemem prodeje anebo snížením nákladů. Zvyšovat cenu nebo podíly na trhu není pro malý podnik obvykle schůdné. Snížení nákladů a to včetně nákladů na kapitál je cestou o něco schůdnější. Vzniká tak ale začarovaný kruh – na jedné straně snaha o co nejnižší náklady, na druhé straně požadavek investorů na vyšší výnosnost. Z toho vyplývá doporučení orientace těchto podniků na využívání obchodních úvěrů a interních zdrojů financování – zisku a odpisů (ty samozřejmě také nesou náklad – náklady obětované příležitosti); případně z externích zdrojů vklady existujících vlastníků. Tady totiž u malých a středních podniků působí asymetrické informace výrazněji než u velkých akciových společnostech, které vzhledem k právní formě musí o sobě poskytovat více informací. Tím se zdroje od externích investorů, kteří nejsou dostatečně informováni stávají dražšími. Tyto zdroje doporučuji získávat zejména pro rozvoj podniků – pro financování investic, přinášejících modernizaci výroby a tím úsporu nákladů, kvalitnější a tím lépe prodejnější výrobek nebo vyšší objem výroby (za předpokladu jeho uplatnění na trhu).

7. Případové studie demonstrující využití problematiky nákladů kapitálu ve finančním řízení podniků v podmínkách české ekonomiky

Z předešlých úvah vyplývá, že pro komplexní přehled použití nákladů kapitálu při řešení rozhodovacích úloh finančního řízení by měly případové studie demonstrovat:

- Stanovení ekonomické přidané hodnoty jako součást finanční analýzy
- Stanovení optimální kapitálové struktury
- Hodnocení efektivnosti investičního záměru a výpočet mezních nákladů kapitálu pro stanovení optimální výše kapitálových výdajů podniku při jeho rozhodování o realizaci investičních záměrů
- Výběr zdroje financování investičního záměru
- Stanovení hodnoty podniku.

V kapitole jsou zařazeny tyto případové studie:

➤ Případová studie: Finanční analýza podniku AB, s.r.o.

Případová studie obsahuje finanční analýzu podniku včetně hodnocení pomocí ukazatele ekonomické přidané hodnoty. Tyto podklady jsou potom u podniku využity ke stanovení optimální kapitálové struktury.

➤ Případová studie: Optimalizace kapitálové struktury podniku AB, s.r.o.

Případová studie obsahuje postupy pro hledání optimální kapitálové struktury podniku, kdy jsou náklady na kapitál minimální.

➤ Případová studie: Hodnocení efektivnosti investičních projektů a stanovení optimální výše kapitálových výdajů BETA, a.s.

Případová studie demonstruje hodnocení investičních záměrů podniku, výběr efektivních projektů na základě metod vnitřního výnosového procenta a čisté současné hodnoty. Současně je určena optimální výše kapitálových výdajů v souvislosti s měnící se úrovní nákladů kapitálu s rostoucí zadlužeností podniku (na základě mezních průměrných nákladů na kapitál).

➤ **Případová studie: Financování investičního záměru podniku XYZ, a.s.**

Případová studie představuje výběr zdroje financování investičního záměru, přičemž jako hlavní kritérium výběru slouží náklady na kapitál, kterým projekt bude financován.

Případová studie, která demonstruje stanovení hodnoty podniku uvedená není. Pro demonstraci významnosti použité diskontní sazby na výši stanovené ceny podniku lze využít případovou studii podniku LOW, spol. s r.o.(výnosovou metodu stanovení hodnoty) uvedenou v disertační práci autorky (Pavelková, 1998).

Přílohy, které patří k jednotlivým případovým studiím, jsou pro přehlednost řazeny hned za tyto studie.

Názvy podniků byly na přání managementu podniků změněny. Případové studie ovšem představují reálné podmínky praxe v podnicích působících v podmínkách české ekonomiky.

7.1 Případová studie: Finanční analýza podniku

***Zadání:** Charakterizujte vývoj hospodaření společnosti AB, s.r.o. a identifikujte hlavní činitele, které nejvíce ovlivnily celkové hospodaření firmy. Zhodnoťte, jestli podnik přispívá svou činností ke zvýšení hodnoty pro své vlastníky. Na základě zjištěných skutečností navrhnete doporučení, která povedou ke zlepšení výsledků AB, s.r.o.*

Základní informace o společnosti AB, s.r.o.

AB s.r.o. byla založena v roce 1994. Zabývá se vývojem, výrobou, prodejem a servisem výrobků z oboru elektroniky a přesné mechaniky. V současné době zaměstnává 200 pracovníků. AB s.r.o. je dceřinnou společností AB holding, která sdružuje další společnosti. V rámci holdingového společenství skupiny, AB s.r.o. navázala na bezmála padesátiletou tradici výroby letecké přístrojové a komunikační techniky s cílem udržet dlouholetou tradici výrobků AB s.r.o. a dokázat je uplatnit i v jiných oborech průmyslové činnosti např. v dopravě, zdravotnictví, energetice apod.

Předmět podnikání

- ✓ výroba, montáž a opravy výrobků a zařízení spotřební elektroniky
- ✓ výroba, instalace a opravy elektrických strojů a přístrojů
- ✓ jemná mechanika
- ✓ výroba a opravy lékařských přístrojů a nástrojů a zdravotnických potřeb.

Strategie společnosti

Základním cílem společnosti je zajistit vyvážený růst, zhodnocování majetku a dosahování zisku při zajištěné likviditě. Společnost AB s.r.o. přijala tyto strategické cíle v tříletém plánovacím období 2001 – 2003:

- zabezpečení finanční stability, pokud jde o schopnost dostát svým závazkům z dlouhodobého a krátkodobého hlediska,
- finanční oblast – zvyšování hodnoty podniku z hlediska vlastníků (tržní hodnoty), dosažení ziskovosti v plánovaném období,

- zabezpečit meziroční růst produkce minimálně na úrovni roční inflace, ne však méně než 3 %.

Výrobní program

AB, s. r. o. převzala hlavní výrobní program a technologické vybavení původní společnosti AB, a. s. Firma je po technické a výrobní stránce soběstačná, etapy technických prací, výroby, prodeje a servisu jsou řízeny vybudovaným systémem řízení jakosti, připraveným k certifikaci podle norem ISO 9000. V současnosti je podnik certifikován podle předpisů Státní oborové inspekce.

Výrobní program tvoří zejména výrobky z těchto oblastí:

- ✓ radiokomunikační a radionavigační systémy
- ✓ mikroprocesorové systémy pro řízení a regulaci
- ✓ statické měniče 400 Hz, v rozsahu do 1000 VA.

Finanční analýza hospodaření podniku

Výsledky finanční analýzy budou pro účely této případové studie uvedeny ve velmi stručné podobě a bude zdůrazněn zejména výpočet EVA – z důvodu demonstrace využití nákladů kapitálu ve finančním řízení a rozhodování podniku.

Vycházíme z účetních výkazů podniku, které jsou uvedeny v přílohách 7-I-I-III. Pro porovnání finanční situace společnosti AB s podniky působícími ve stejném odvětví byla využita finanční analýza zpracovaná Ministerstvem průmyslu a obchodu (www.mpo.cz). Byly vybrány podniky se shodným oborem podnikání (OKEČ 35 – Výroba ostatních dopravních zařízení).

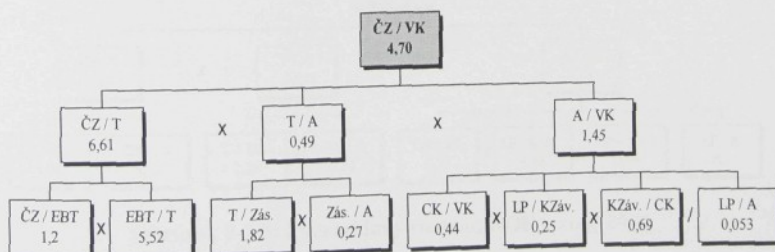
Ukazatel	1998	1998 odvětví	1999	1999 odvětví	2000	2000 odvětví
Celková zadluženost v (%)	31.02	105.93	15.87	120.38	15.21	119.02
Krytí dlouh. aktiv dlouhodobými zdroji	2.22	0.48	2.28	0.48	2.46	-
Úrokové krytí	2.91	-1.18	6.10	-1.13	6.13	0.50
Likvidita III.st.	2.92	1.01	11.88	0.98	11.87	0.89
Likvidita II.st.	0.55	0.49	3.22	0.51	6.98	0.45
Likvidita I.st.	0.25	0.08	1.40	0.07	1.98	0.09
ROE	4.70	x	5.84	x	3.48	x
ROA	4.13	-7.32	5.62	-6.17	3.40	2.13
Rentabilita tržeb	6.50	-10.85	9.02	-9.50	5.78	2.57
Doba obratu celkových aktiv	566.96	533.55	578.19	554.27	612.28	433.30
Doba obratu zásob	152.63	132.17	162.47	122.01	149.84	108.55
Doba obratu pohledávek	164.78	106.14	124.38	113.71	193.07	90.44
Doba obratu závazků	119.02	304.42	27.36	355.46	30.63	204.97
ČPK/OA v (%)	66.00		92.00		92.00	
Altmanův index-83	1.65		3.30		3.27	
Index IN	2.14		4.51		3.88	

Tabulka 7-1.1: Rozdílové a poměrové ukazatele finanční analýzy podniku AB, s.r.o. a jejich porovnání s odvětvím

Rozklad poměrového ukazatele ROE

Protože ukazatel rentability vlastního kapitálu je zřejmě nejdůležitějším poměrovým ukazatelem finanční analýzy, použijeme pyramidovou soustavu (obrázky 7.1.1-3), která spočívá v postupném rozkladu vrcholového ukazatele, abychom se podívali, jak je ukazatel ROE ovlivňován ostatními poměrovými ukazateli, a to především rentabilitou tržeb, obratovostí aktiv a finanční pákou.

Rozklad poměrového ukazatele ROE v roce 1998

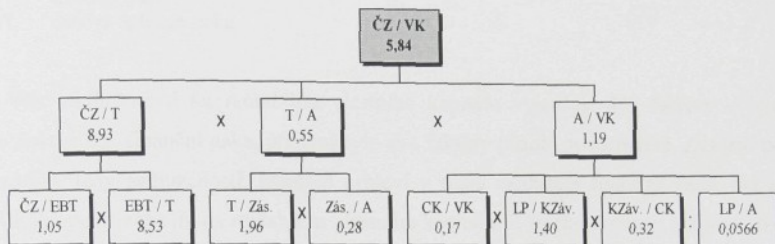


Obrázek 7-1.1: Pyramidový rozklad ROE v roce 1998

ČZ / VK - rentabilita vlastního kapitálu, ČZ / T - rentabilita tržeb, T / A - obratovost aktiv, A / VK - finanční páka, ČZ / EBT - podíl čist. zisku na zisku ke zdanění, EBT / T - rentabilita tržeb, T / Zás. - obratovost zásob, Zás. / A - podíl zásob na aktivech, CK / VK - ukazatel zadluženosti, LP / Kzav. - obratovost hotovostní likvidity, Kzav. / CK - podíl krátk. závazků na cizím kapitálu, LP / A - podíl likvidních prostřed. na aktivech

V roce 1998 dosahovala rentabilita vlastního kapitálu 4,7 % (obrázek 7-1.1). Největší podíl na této rentabilitě měla především rentabilita tržeb. Naopak negativně na rentabilitu vlastního kapitálu působila obratovost aktiv, která je velice nízká, což je způsobeno relativně vysokým podílem zásob na celkových aktivech a rovněž také nízkou obratovostí zásob. Díky malé zadluženosti podnik prakticky nevyužívá finanční páky.

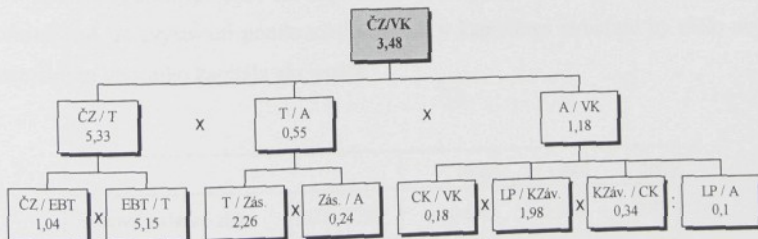
Rozklad poměrového ukazatele ROE v roce 1999



Obrázek 7-1.2: Pyramidový rozklad ROE v roce 1999

V roce 1999 došlo k nepatrnému zvýšení rentability vlastního kapitálu (obrázek 7-1.2). Stejně jako předešlý rok měl na tuto rentabilitu nejvíce pozitivní vliv ukazatel rentability tržeb. Rovněž tak se zlepšil ukazatel obratovosti aktiv, který však nadále zůstává pod hranicí doporučených hodnot. Naopak ukazatel finanční páky se proti předešlému roku zhoršil díky velmi nízké zadluženosti AB s.r.o.

Rozklad poměrového ukazatele ROE v roce 2000



Obrázek 7-1.3: Pyramidový rozklad ROE v roce 2000

V roce 2000 došlo ke snížení rentability vlastního kapitálu téměř o 2 % (obrázek 7-1.3). Příčinou tohoto negativního faktu bylo snížení rentability tržeb. Hodnoty ostatních ukazatelů zůstaly bez podstatnější změny.

Rentabilitu vlastního kapitálu ovlivňuje pochopitelně více činitelů:

$$ROE = \frac{EBIT}{T} \times \frac{T}{A} \times \frac{EBT}{EBIT} \times \frac{A}{VK} \times \frac{\check{C}Z}{EBT} \quad (7-1.1)$$

EBIT / T provozní ziskovost tržeb
T / A obrát celkových aktiv
EBT / EBIT úroková redukce zisku
A / VK finanční páka
ČZ / EBT daňová redukce zisku

Vliv zadluženosti na rentabilitu vlastního kapitálu vyjadřují dva faktory - úroková redukce zisku a tzv. finanční páka, přičemž tyto dva faktory působí protichůdně. Zvýšení podílu cizích zdrojů, tedy zadluženosti, které se projeví v růstu ukazatele finanční páka, má podle tohoto vztahu pozitivní vliv na rentabilitu vlastního kapitálu. Z jiného pohledu má však zvýšení podílu cizích zdrojů vliv na zvýšení úroků, které pak snižují podíl zisku plynoucího investorům a způsobuje pokles ukazatele úrokové redukce zisku a tím i rentability vlastního kapitálu.

Společný vliv obou faktorů (úroková redukce zisku a finanční páka) lze vyjádřit jejich součinem, který se nazývá ziskový účinek finanční páky nebo multiplikátor jmění akcionářů (equity multiplier). Má platit:

$$\frac{EBT}{EBIT} \times \frac{A}{VK} > 1 \quad (7-1.2)$$

V případě společnosti AB, s.r.o. (tabulka 7-1.2) je každoročně hodnota < 1. Můžeme tedy zkonstatovat, že zvyšování podílu cizích zdrojů v kapitálové struktuře by mělo negativní vliv na rentabilitu vlastního kapitálu akcionářů.

		1998	1999	2000
Úroková redukce zisku	EBT / EBIT	0.656	0.836	0.837
Finanční páka	A / VK	1.450	1.189	1.179
Multiplikátor jmění		0.9517	0.9936	0.9869

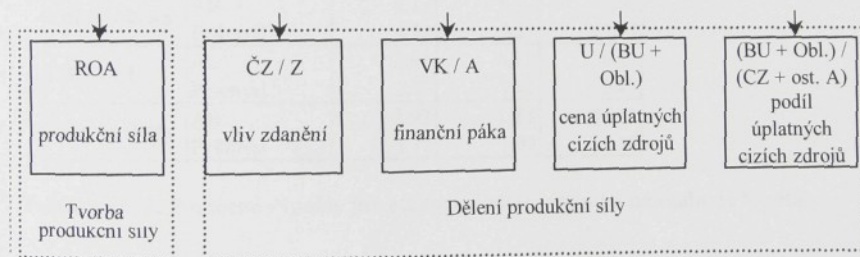
Tabulka 7-1.2: Multiplikátor jmění

Finanční analýza INFA

V rámci svého ekonomického výzkumu Inka a Ivan Neumaierovi vyvinuli model INFA, který je ideálním prostředkem pro aplikaci teorie řízení hodnoty od vnitropodnikové úrovně až po makroúroveň. V další části se proto zaměříme na model INFA, který umožňuje rozklad výnosnosti vlastního kapitálu, základních faktorů, které rentabilitu ovlivňují a jejich vzájemné vazby. Současně model INFA umožňuje kvantifikovat a analyzovat ekonomickou přidanou hodnotu.

1. Rentabilita vlastního kapitálu

Výnosnost vlastního kapitálu vyjadřuje zhodnocení jeho účetní hodnoty a její minimální hodnota je dána alternativním výnosem stejně rizikové investice. Na ukazatel rentability vlastního kapitálu (ROE) – obrázek 7-1.4 působí dvě hlavní skupiny ukazatelů a to skupina charakterizující tvorbu produkční síly (hrubá rentabilita aktiv) vyjadřující schopnost aktiv - tj. stálých aktiv (investiční majetek, finanční investice) a oběžných aktiv podniku - vytvořit zisk před zdaněním a placením úroků, tj. EBIT, a skupina charakterizující jeho dělení.



Obrázek 7-1.4: Vliv faktorů na ROE (rentabilita vlastního kapitálu)

2. Ekonomická přidaná hodnota - EVA

Metodika orientačního propočtu ekonomické přidané hodnoty vychází z porovnání dosažené rentability vlastního kapitálu s alternativním nákladem na celkový kapitál. Vynásobením vzniklého rozdílu objemem vlastního kapitálu pak v případě kladného rozdílu dostaneme přírůstek ekonomické přidané hodnoty, u záporného rozdílu ztrátu hodnoty:

$$EVA = (ROE - r_e) * VK \quad (7-1.3)$$

Stanovení alternativního nákladu na kapitál

Hodnotu alternativního nákladu na kapitál (r_e) můžeme vyjádřit následovně:

$$r_e = r_f + r_{LA} + r_{pod} + r_{FinStab} + r_{FinStr} \quad (7-1.4)$$

r_f	=	bezriziková přírážka
r_{LA}	=	přírážka za likvidnost akcií
r_{pod}	=	riziková přírážka za obchodní riziko
$r_{FinStab}$	=	riziková přírážka za riziko vyplývající z finanční stability
r_{FinStr}	=	riziková přírážka za riziko vyplývající z finanční struktury

Podrobná metodika stanovení r_e je uvedena v kapitole 4.3.4.

Alternativní náklady na kapitál pro AB s. r. o. byly vypočítané podle algoritmu a pomocné tabulky 7-1.3. Bezriziková přírážka činila v roce 1998 – 10,5 %, 1999 – 7,6 % a 2000 6,5 %.

		1998	1999	2000
EBIT / Aktiva	AB	4.13	5.62	3.40
	Průmysl	4.82	3.22	7.05
EBIT / NÚ	AB	2.91	6.10	6.13
	Průmysl	2.03	1.82	3.87
Celk. likvidita	AB	2.92	11.88	11.87
	Průmysl	1.12	1.09	1.15

Tabulka 7-1.3: Pomocné výpočty pro stanovení alternativního nákladu na kapitál

Stanovení alternativního nákladu na kapitál pro AB s.r.o. pro rok 1998:

$$r_e = 10,5 \% + 4,5 \% + 0,02 \% + 0,02 \% + 0 \% = \underline{15,04 \%}$$

Stanovení alternativního nákladu na kapitál pro AB s.r.o. pro rok 1999:

$$r_e = 7,6 \% + 4,5 \% + 0 \% + 0 \% + 0 \% = \underline{12,1 \%}$$

Stanovení alternativního nákladu na kapitál pro AB s.r.o. pro rok 2000:

$$r_e = 6,5 \% + 4,5 \% + 0,27 \% + 0 \% + 0 \% = \underline{11,27 \%}$$

Ekonomická přidaná hodnota - EVA

Protože hodnota ROE je každoročně nižší než hodnota alternativního nákladu na kapitál, musíme zkonstatovat, že společnost AB s.r.o. hodnotu pro majitele netvoří.

Srovnání s odvětvím

Na základě propočtené ekonomické přidané hodnoty můžeme podniky rozřadit do níže uvedených čtyř kategorií:

I. kategorie - podniky mají větší rentabilitu VK než je alternativní náklad na kapitál (r_c),

II. kategorie - podniky mají větší rentabilitu VK než je bezriziková sazba (r_f),

III. kategorie - rentabilita VK je kladná, ale menší než bezriziková sazba (r_f),

IV. kategorie - podniky jsou ztrátové (záporná rentabilita VK), nebo mají záporný vlastní kapitál.

Analýzovaný podnik AB, s.r.o. můžeme zařadit do III. kategorie, jelikož rentabilita vlastního kapitálu je sice kladná, ale dosahuje nižších hodnot než činí bezriziková sazba (r_f). A jak jsou na tom ostatní podniky v odvětví? I v tomto případě porovnáváme analyzovaný podnik AB s podniky působícími ve stejném odvětví (OKEČ 35 – výroba ost. dopr. zařízení). Výsledky za rok 2000 u tohoto odvětví ukazují na dramatický růst podílu podniků IV. kategorie na celkových výnosech odvětví a na pokles podílu ostatních kategorií, převážně pak I. kategorie (www.mpo.cz). To nás, stejně jako u předchozích analýz, přesvědčuje o hloubce krize v tomto odvětví. Na meziroční změnu ekonomické přidané hodnoty působil negativně především pokles rentability vlastního kapitálu a růst alternativního nákladu na kapitál.

SHRNUTÍ A DOPORUČENÍ

Z ukazatelů zadluženosti je zcela zřejmé, že zadluženost v žádném ze sledovaných let nepřekračuje hodnotu 10 %, což potvrzuje skutečnost, že si společnost dlouhodobě udržuje finanční rovnováhu. Tomuto tvrzení odpovídají i ostatní poměrové ukazatele v této oblasti. Rovněž porovnání s konkurenčními podniky v odvětví vyznívá ve prospěch společnosti AB, protože konkurenční společnosti jsou financovány jen prostřednictvím cizích zdrojů, jelikož jejich vlastní jmění je většinou záporné, což je způsobeno každoročním prohlubováním jejich ztráty zápornými hospodářskými výsledky.

Likvidita podniku se pohybuje nad doporučenými hodnotami. Společnosti v současnosti nehrozí platební neschopnost, naopak můžeme říci, že podnik AB je v této oblasti „převybašen“. Z tohoto důvodu lze konstatovat, že jsou zde umrtvovány prostředky, které by bylo možno použít jiným, efektivnějším způsobem (např. investice do CP). Porovnáme-li hodnoty ukazatelů likvidity s konkurencí, opět vychází podnik AB velmi dobře, neboť konkurence ani zdaleka nedosahuje doporučených hodnot.

Nepříliš uspokojivých výsledků dosahuje AB v rentabilitě, což je způsobeno převážně nízkou efektivností při využívání podnikového kapitálu. Společnost by se proto měla v budoucnu zaměřit jednak na postupné snížení nepotřebného majetku, jednak na zvýšení tržeb. Nutno však podotknout, že firmy operující na tomto trhu dosahují v oblasti rentability ještě horších výsledků, což svědčí o krizi v tomto odvětví. Nicméně obrat aktiv společnosti AB je pod průměrem konkurenčních společností.

Příloha 7-1.I

Rozvaha podniku AB s.r.o. v letech 1998 -2000

			1998	1999	2000
	Aktiva celkem	001	340 015	296 063	304 364
A.	Pohledávky za upsané VJ	002	0	0	0
B.	Stálá aktiva	003	120 161	121 274	117 250
C.	Oběžná aktiva	028	208 264	166 447	180 635
C. I.	Zásoby	029	91 532	83 190	74 484
C. II.	Dlouhodobé pohledávky	036	77 552	38 194	15 140
C. III.	Krátkodobé pohledávky	042	21 267	25 492	60 834
C. IV.	Finanční majetek	051	17 913	19 571	30 177
D.	Ostatní aktiva	055	11 590	8 342	6 479

	Pasiva celkem	061	340 015	296 063	304 364
A.	Vlastní jmění	062	234 544	249 092	258 066
A. I.	Základní jmění	063	319 458	319 458	319 458
A. II.	Kapitálové fondy	066	42	42	42
A. III.	Fondy ze zisku	071	300	851	1 579
A. IV.	HV minulých let	075	-96 576	-85 807	-71 986
A. V.	HV běžného období	078	11 320	14 548	8 973
B.	Cizí zdroje	079	103 322	43 476	45 225
B. I.	Rezervy	080	8 528	12 708	21 812
B. II.	Dlouhodobé závazky	084	342	1 374	500
B. III.	Krátkodobé závazky	091	71 375	14 011	15 224
B. III. 1.	Závazky z obchodního styku	092	25 475	8 838	0
B. IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	101	23 077	15 383	7 689
B. IV. 1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	102	23 077	15 383	7 689
	2. Běžné bankovní úvěry	103	0	0	0
C.	Ostatní pasiva	105	2 149	3 495	1 073

Výkaz zisků a ztrát AB, s.r.o. v letech 1998-2000

			1998	1999	2000
I.	Tržby za prodej zboží	01	15	29	464
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	02	17	28	267
+	Obchodní marže	03	-2	1	197
II.	Výkony	04	182 768	161 664	160 049
II.1.	Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	05	166 825	162 851	167 798
II.2.	Změna stavu vnitroponikových zásob vl. výroby	06	15 402	-1 567	-8 817
II.3.	Aktivace	07	541	380	1 068
B.	Výkonová spotřeba	08	116 736	103 412	90 508
+	Přidaná hodnota	11	66 030	58 253	69 738
C.	Osobní náklady	12	38 595	38 958	38 476
D.	Daně a poplatky	17	146	119	92
E.	Odpisy nehmotného a hmotného IM	18	6 000	5 692	9 212
III.	Tržby z prodeje investičního majetku a materiálu	19	19 752	5 316	1 198
F.	ZC prodaného invest. majetku a materiálu	20	15 985	5 155	1 380
IV.	Zúčtování rezerv a čas. rozlišení do prov. výnosů	21	0	0	14 502
G.	Tvorba rezerv a čas. rozlišení do prov. nákladů	22	2 800	4 195	21 800
V.	Zúčtování OP do provozních výnosů	23	238	4 226	0
H.	Zúčtování OP do provozních nákladů	24	6 570	1 703	423
VI.	Ostatní provozní výnosy	25	11 042	10 170	314
I.	Ostatní provozní náklady	26	12 835	7 043	3 822
*	Provozní HV	29	14 131	15 100	10 547
XI.	Zúčtování rezerv do fin. výnosů	37	1 049	28	13
L.	Tvorba rezerv na finanční náklady	38	28	13	12
XIII.	Výnosové úroky	41	223	136	306
N.	Nákladové úroky	42	4 818	2 727	1 690
XIV.	Ostatní finanční výnosy	43	811	2 715	1 672
O.	Ostatní finanční náklady	44	2 683	1 317	1 053
XV.	Převod finančních výnosů	45	0	0	0
P.	Převod finančních nákladů	46	0	0	0
*	HV z finančních operací	47	-5 446	-1 178	-764
R.	Daň z příjmů za běžnou činnost	48	-1 812	-650	-311
R.1.	- splatná	49	0	0	0
R.2.	- odložená	50	-1 812	-650	-311
**	HV za běžnou činnost	52	10 497	14 572	10 094
XVI.	Mimořádné výnosy	53	1 047	81	437
S.	Mimořádné náklady	54	524	105	1 558
*	Mimořádný HV	58	523	-24	-1 121
***	HV za účetní období	60	11 020	14 548	8 973

Výkaz cash flow AB, s.r.o v letech 1998-2000

		1999	2000
P.	Stav peněžních prostředků na zač. období	17913	19571
Z.	Účetní HV z běžné činnosti	13922	9783
A.1.	Úpravy o nepeněžní operace	16896	19323
A.1.1.	Odpisy stálých aktiv	5692	9212
A.1.2.	Změna zůstatků OP, rezerv a čas. rozlišení	8774	8545
A.1.3.	Zisk/ztráta z prodeje stálých aktiv	-161	182
A.1.4.	Výnosy z dividend a podíly na zisku	0	0
A.1.5.	Vyúčtované nákladové a výnosové úroky	2591	1384
A.	Čistý peněžní tok z provozní činnosti	30818	29106
A.2.	Změna potřeby pracovního kapitálu	-13889	-2369
A.2.1.	Změna stavu pohledávek z provozní činnosti	35133	-12288
A.2.2.	Změna stavu krátk. závazků z provozní činnosti	-57364	1213
A.2.3.	Změna stavu zásob	8342	8706
A.	Čistý peněžní tok z prov. činnosti bez mim. položek	16929	26737
A.3.	Výdaje z plateb úroku s výjimkou kapit. úroků	-2727	-1690
A.4.	Přijaté úroky	136	306
A.5.	Zaplacená daň z příjmů a doměrky daně	650	311
A.6.	Příjmy a výdaje tvořící mimořádný HV	-24	-1121
A.	Čistý peněžní tok z provozní činnosti celkem	14964	24543
B.1.	Výdaje spojené s pořízením stálých aktiv	-11960	-6568
B.2.	Příjmy z prodeje stálých aktiv	5316	1198
B.3.	Půjčky a úvěry spřízněným osobám	0	0
B.	Čistý peněžní tok z investiční činnosti	-6644	-5370
C.1.	Změna stavu dlouhodobých závazků	-6662	-8568
C.	Čistý peněžní tok z finanční činnosti	-6662	-8568
F.	Čisté zvýšení/snížení peněžních prostředků	1658	10606
R.	Stav peněžních prostředků na konci období	19571	30177

7.2 Případová studie: Optimalizace kapitálové struktury

Zadání: Analyzujte kapitálovou strukturu společnosti AB, s.r.o. a identifikujte hlavní činitele, které ji nejvíce ovlivnily. Na základě zjištěných skutečností navrhněte doporučení (změnu kapitálové struktury), která povedou ke zlepšení výsledků AB, s.r.o.

Základní informace o společnosti AB, s.r.o. a finanční analýza hospodaření podniku

Tyto informace obsahuje případová studie uvedená v kapitole 7.1.

Kapitálová struktura AB, s.r.o.

Základní informace o kapitálové struktuře firmy nám poskytne pohled na jednotlivé položky dlouhodobého kapitálu v rozvaze. Vzhledem k tomu, že kapitálová struktura je definována jako struktura dlouhodobého kapitálu podniku k určitému okamžiku, musíme z rozvahy vyčlenit položku ostatních pasív a veškerých neúročených cizích zdrojů (tabulka 7-2.1).

AB s.r.o. (tis.Kč)	1998		1999		2000		99/98	00/99
Dlouh. kapitál celkem	257663	100%	265849	100%	266258	100%	3%	0%
Vlastní kapitál	234244	91%	249092	94%	258069	97%	6%	4%
Základní jmění	319458	124%	319458	120%	319458	120%	0%	0%
Kapitálové fondy	42	0%	42	0%	42	0%	0%	0%
Fondy ze zisku	300	0%	851	0%	1579	1%	184%	86%
HV minulých let	-96576	-37%	-85807	-32%	-71986	-27%	-11%	-16%
HV běžného období	11020	4%	14548	5%	8973	3%	32%	-38%
Cizí zdroje	23419	9%	16757	6%	8189	3%	-28%	-51%
Dlouhodobé závazky	342	0%	1374	1%	500	0%	302%	-64%
Bank. úvěry dlouh.	23077	9%	15383	6%	7689	3%	-33%	-50%

Tabulka 7-2.1: Kapitálová struktura AB

Kapitálová struktura společnosti je tvořena každoročně z více než 90 % vlastním kapitálem, na kterém má největší podíl základní kapitál společnosti. Položka vlastního kapitálu při nezměněné výši základního kapitálu roste, což znamená, že společnost je trvale zisková. Můžeme zde však pozorovat zápornou hodnotu hospodářských výsledků minulých let, která negativně ovlivňuje výši vlastního kapitálu podniku. Současně každoročně dochází k poklesu

cizích úročených zdrojů. V roce 2000 je jejich hodnota 3 % zcela nepatrná. Cizí zdroje jsou tvořeny v podstatě pouze dlouhodobými bankovními úvěry.

Zcela odlišnou a nevhodnou kapitálovou strukturou se vyznačuje kapitálová struktura odvětví (tabulka 7-2.2). Je tvořena prakticky jen cizími zdroji, jelikož vlastní zdroje dosahují záporných hodnot, což je způsobeno stále se prohlubující ztrátou ztrátových podniků v tomto oboru.

Odvětví (v tis. Kč)	1998		1999		2000		99/98	00/99
<i>Dlouhod. kapitál celkem</i>	1712984	100%	1454320	100%	1065600	100%	-15%	-27%
<i>Vlastní kapitál</i>	-227925	-13%	-747932	-51%	-679600	-64%	228%	-9%
<i>Cizí zdroje</i>	1940909	113%	2202252	151%	1745200	164%	13%	-21%
<i>Dlouhodobé závazky</i>	974597	57%	1059411	73%	1117000	105%	9%	5%
<i>Bank. úvěry dlouh.</i>	966312	56%	1142841	79%	628200	59%	18%	-45%

Tabulka 7-2.2: Kapitálová struktura odvětví

Po krátkém zhodnocení kapitálových struktur AB s.r.o. a podniků působících v odvětví se teď budeme zabývat optimalizací kapitálové struktury podle jednotlivých teorií. Budeme se však zabývat jen těmi teoriemi, které pro nás mají zásadní význam a jsou aplikovatelné v praxi.

A. Klasická teorie kapitálové struktury

Tato teorie řeší problém optimalizace kapitálové struktury tzv. teorií U-křivky, kdy průměrné náklady kapitálu podniku se zvyšujícím se zadlužením nejprve klesají v důsledku zvyšujícího se účinku úrokového daňového štítu až dosáhnou svého minima a potom opět rostou vlivem nákladů finanční tísně. Kvantifikaci optimální kapitálové struktury provedeme nalezením minima funkce U-křivky, což však v praxi není jednoduchou záležitostí.

Pro potřeby optimalizace kapitálové struktury je potřeba definovat a kvantifikovat jednotlivé druhy kapitálu.

Stanovení nákladů na cizí kapitál

Náklady kapitálu, který podnik získá formou dluhu se vyjadřují v podobě úroku, který podnik musí zaplatit. AB, s.r.o. využívá ke svému dlouhodobému financování jen jeden cizí zdroj – bankovní úvěr. Úrok z tohoto úvěru činí 17,5 %. Zde je velice důležité upozornit na skutečnost, že podnik dostal dotaci od Českomoravské záruční a rozvojové banky ve výši 8 %,

skutečný úrok z úvěru tedy činil 9,5 %. V úvahu vezmeme 35 % daň z příjmu pro rok 1998 a 1999 a 31 % daň z příjmu pro rok 2000.

$$N_{d1998} = 9,5 \times (1 - 0,35) = 6,18 \%$$

$$N_{d1999} = 9,5 \times (1 - 0,35) = 6,18 \%$$

$$N_{d2000} = 9,5 \times (1 - 0,31) = 6,55 \%$$

Stanovení nákladů na vlastní kapitál

1. Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM)

Vzhledem ke skutečnosti, že analyzovaná společnost AB není akciovou společností a tudíž její akcie nejsou obchodovány, zvolíme použití modelu CAPM s náhradními odhady β . Náhradním způsobem, jak určit koeficient β , je např. metoda analogie. Myšlenka této metody je velice jednoduchá – použijeme β podobných podniků. Při této metodě rovněž bereme v úvahu vliv kapitálové struktury a β upravujeme podle vztahu 4-3.9:

$$\beta_{1998} = 0,515 \times \left\{ 1 + (1 - 0,35) \frac{23419}{234244} \right\} = 0,55$$

$$\beta_{1999} = 0,515 \times \left\{ 1 + (1 - 0,35) \frac{16757}{249092} \right\} = 0,54$$

$$\beta_{2000} = 0,515 \times \left\{ 1 + (1 - 0,31) \frac{8189}{258069} \right\} = 0,53$$

Rizikovou prémii můžeme odhadnout podle Damodarana (1994) na 7,5 % (tabulka 4.3.2), „bezriziková“ úroková sazba činí 10,5 %, 7,6 % a 6,5 % pro jednotlivé roky (www.mpo.cz) takže můžeme dosadit do původního vztahu a určíme náklady vlastního kapitálu.

$$N_{vk} = R_f + \beta \times RP$$

$$N_{vk1998} = 10,5 \% + 0,55 \times 7,5 = 14,63 \%$$

$$N_{vk1999} = 7,6 \% + 0,54 \times 7,5 = 11,65 \%$$

$$N_{vk2000} = 6,5 \% + 0,53 \times 7,5 = 10,48 \%$$

2. Stavebnicová metoda (build up model)

Hodnota alternativního nákladu na kapitál (N_{vk}) vypočítaná pomocí stavebnicového modelu vyjádřeného modelem INFA byla zjištěna v předchozí případové studii:

$$N_{vk1998} = 10,5 \% + 4,5 \% + 0,02 \% + 0,02 \% + 0 \% = 15,04 \%$$

$$N_{vk1999} = 7,6 \% + 4,5 \% + 0 \% + 0 \% + 0 \% = 12,1 \%$$

$$N_{vk2000} = 6,5 \% + 4,5 \% + 0,27 \% + 0 \% + 0 \% = 11,27 \%$$

3. *Kalkulace úrokové míry na základě analýzy rizika*

Pro účely tohoto výpočtu odhadneme obchodní riziko na 6 % - jde o firmu v odvětví, která doposud má relativně stabilní odbyt, ale odvětví prochází krizí. Finanční riziko je prakticky nulové, protože společnost používá ke svému financování především vlastní zdroje a její finanční situace je velice dobrá. Prémii za obchodní a finanční riziko přičteme k bezrizikové úrokové sazbě.

$$N_{vk1999} = 10,5\% + 6\% + 0\% = 16,5\%$$

$$N_{vk1999} = 7,6\% + 6\% + 0\% = 13,6\%$$

$$N_{vk2000} = 6,5\% + 6\% + 0\% = 12,5\%$$

4. *Dividendový model*

Společnost AB je společností s ručením omezeným, nemůžeme proto mluvit o dividendách, ale podílech na zisku. Společnost nevyplácí podíly na zisku.

5. *Průměrná rentabilita*

Další možností, jak určit náklady na vlastní kapitál, jsou údaje o průměrné rentabilitě vlastního kapitálu v odvětví. Jeho výhodou je, že data o rentabilitě bývají dostupnější než data jiná. Avšak v našem případě, vzhledem ke kritické situaci v odvětví, kdy rentabilita dosahuje každoročně záporných hodnot, nebudeme se touto metodou dále zabývat.

6. *Odvození nákladů vlastního kapitálu z nákladů cizího kapitálu*

Při tomto modelu využíváme poznatku, že náklady na vlastní kapitál jsou větší než náklady na cizí kapitál. V případě analyzované společnosti můžeme považovat reálnou úroveň nákladů na cizí kapitál ve výši 10 %. Mařík (1998) dále doporučuje přirazit několik procentních bodů (2-3), v našem případě odhadneme přírůstek ve výši 2,5 %. Výsledná hodnota nákladů na vlastní kapitál je potom 12,5 %.

Průměrné náklady kapitálu

V tabulce 7-2.3 jsou uvedeny údaje pro váhy nákladů jednotlivých druhů kapitálu, používaného k financování podniku.

AB, s.r.o. (tis. Kč)	1998		1999		2000	
Pasiva celkem	257663	100%	265849	100%	266258	100%
Vlastní kapitál	234244	91%	249092	94%	258069	97%
Úročené cizí zdroje	23419	9%	16757	6%	8189	3%

Tabulka 7-2.3: Struktura kapitálu

To jsou ovšem účetní hodnoty kapitálu. Protože tržní hodnota vlastního kapitálu není k dispozici, lze použít pro výpočet průměrných nákladů na kapitál hodnoty v odvětví nebo cílovou strukturu kapitálu. Hodnoty v odvětví jsou problematické z hlediska záporného vlastního kapitálu odvětví. Současně podnik nemá představu o cílové kapitálové struktuře, pouze lze konstatovat, že dává přednost vlastním zdrojům financování. Zůstaneme proto u účetních hodnot kapitálu.

Protože pomocí každé metody pro zjištění hodnoty nákladu vlastního kapitálu byl získán jiný výsledek, je možné buď vybrat nejvíce objektivní metodu, nebo vypočítat aritmetický průměr nebo vážený aritmetický průměr, kde přiřadíme výsledkům jednotlivých metod určité váhy.

Využitím výsledků modelu INFA dostáváme tyto průměrné náklady kapitálu:

$$WACC_{1998} = 6,18 \% \times 0,09 + 15,04 \% \times 0,91 = 14,2 \%$$

$$WACC_{1999} = 6,18 \% \times 0,06 + 12,01 \% \times 0,94 = 11,7 \%$$

$$WACC_{2000} = 6,55 \% \times 0,03 + 11,27 \% \times 0,97 = 11,1 \%$$

Využitím aritmetického průměru nákladů na vlastní kapitál dostáváme tyto průměrné náklady kapitálu:

$$WACC_{1998} = 6,18 \% \times 0,09 + 14,67 \% \times 0,91 = 13,9 \%$$

$$WACC_{1999} = 6,18 \% \times 0,06 + 12,46 \% \times 0,94 = 12,08 \%$$

$$WACC_{2000} = 6,55 \% \times 0,03 + 11,69 \% \times 0,97 = 11,54 \%$$

Zjistili jsme průměrné náklady kapitálu pro jednotlivé roky, pro optimalizaci kapitálové struktury však musíme zjistit, kdy jsou náklady kapitálu nejnižší. Setkáme se zde s důležitým problémem určení nákladů vlastního kapitálu a dluhu v závislosti na míře zadlužení. Samozřejmě tyto náklady nemůžeme přesně určit, můžeme se však pokusit o jejich odhad.

Předpokládejme daň z příjmu 31 %, banka půjčí společnosti až do výše, kdy bude společnost schopna úvěr i s úroky splácet. Při zadlužení od 0 – 50 % předpokládáme vývoj nákladů cizího kapitálu od 8 – 12 % a vlastního kapitálu od 10 - 14 %. Stejně jak pro vývoj nákladů kapitálu, tak i nákladů dluhu využijeme parabolickou funkci typu $y = x^2 / k + a$ (Hrdý, 2000).

Pro vlastní kapitál:

pro zadlužení $x = 0$, $10 = 0 + a$, $a = 10$

pro zadlužení $x = 50 \%$, $14 = 50^2 / k + 10$, $k = 625$

Funkce pro vlastní kapitál: $y = x^2 / 625 + 10$

Pro cizí zdroje:

pro zadlužení $x = 0$, $8 = 0 + a$, $a = 8$

pro zadlužení $x = 50\%$, $12 = 50^2 / k + 8$, $k = 625$

Funkce pro cizí zdroje: $y = x^2 / 625 + 8$

Zadlužení	0%	10%	20%	30%	40%	50%
Náklady - VK	10.00	10.16	10.64	11.44	12.56	14.00
Náklady - CK	8.00	8.16	8.64	9.44	10.56	12.00
Průměrné náklady kapitálu	10.0000	9.6744	9.6352	9.8488	10.2816	10.9000
Zadlužení	13%	14%	15%	16%	17%	18%
Náklady - VK	10.27	10.31	10.36	10.41	10.46	10.52
Náklady - CK	8.27	8.31	8.36	8.41	8.46	8.52
Průměrné náklady kapitálu	9.6341	9.6262	9.6211	9.6187	9.6189	9.6217

Tabulka 7-2.4: Určení nákladů kapitálu v závislosti na zadlužení

Tabulka 7-2.4 nám ukazuje, že nejnižší průměrné náklady kapitálu jsou při 16 % zadlužení. Podle tradiční teorie je tedy optimální výše cizího kapitálu ve výši 16 %.

B. Teorie Modiglianiho a Millera

Jejich původní představy (nebraly v úvahu vliv daní) spočívaly v tom, že náklady celkového kapitálu se vlivem změn ve finanční struktuře nemění a že tedy hledání jakéhosi optimálního zadlužení podniku nemá smysl. M-M sami později uznali, že daně mají vliv na kapitálovou strukturu, což je způsobeno tím, že úroky z dluhů nepůsobí na podnik ve své plné výši, ale snižené o vliv daní. Podle tohoto přístupu by pro podnik bylo nejvhodnější co nejvyšší zadlužení, protože při něm průměrné náklady kapitálu jsou nejmenší a tržní hodnota firmy maximální. M-M však nebrali při těchto úvahách v potaz problém rostoucí finanční tísně s rostoucím zadlužením.

C. Kompromisní teorie kapitálové struktury

Tato teorie kromě vlivu daní respektuje i náklady finanční tísně. Při aplikaci této teorie budeme zkoumat kompromis mezi úrokovým daňovým štítem a náklady finanční tísně. Ty budou představovány náklady fiktivního pojištění, které musí podnik platit, aby za něj pojišťovna zaplatila případný záporný peněžní tok v důsledku zadlužení, a tak zachránila podnik před bankrotem. Budeme vycházet z různých pravděpodobností velikosti peněžního toku a zkoumat, kdy nastane záporný rozdíl a s jakou pravděpodobností. Velikost placených úroků bude odvozena podle teorie průměrných nákladů kapitálu s tím, že při výpočtu velikosti úvěru při příslušném zadlužení budeme počítat s vlastním kapitálem ve výši 280 mil. Kč a zbytek do příslušného zadlužení bude tvořit úvěr.

Platí, že firma by se měla zadlužovat do té doby, pokud úrokový daňový štít převyšuje náklady finanční tísně.

0 % zadlužení: úvěr = 0, úrok = 0

10 % zadlužení: úvěr = 31 mil., úrok (8,16 %) = 2,54 mil.

20 % zadlužení: úvěr = 70 mil., úrok (8,64 %) = 6,05 mil.

30 % zadlužení: úvěr = 120 mil., úrok (9,44 %) = 11,30 mil.

40 % zadlužení: úvěr = 187 mil., úrok (10,56 %) = 19,71 mil.

	zadlužení						
	0%	10%	20%	24%	25%	30%	40%
Pozitivní vývoj pen. t. 30 mil. - 30 % pravděp.	30	27.46	23.95	22.11	21.60	18.70	10.29
Průměrný vývoj pen. t. 15 mil. - 50 % pravděp.	15	12.46	8.95	7.11	6.60	3.70	-4.71
Negativní vývoj pen. t. -10 mil. - 20 % pravd.	-10	-12.54	-16.05	-17.89	-18.40	-21.30	-29.71
Peněžní tok	14.5	11.96	8.45	6.61	6.10	3.20	-5.21
Provize pojišťovny		3.10	7.00	8.80	9.30	12.00	18.70
Velikost pen. toku včetně provize pojišťovny 10 %	-	8.86	1.45	-2.19	-3.20	-8.80	-23.91
Úrokový daňový štít (úroky x 0,31)	-	0.79	1.87	2.45	2.60	3.51	6.11

Tabulka 7-2.5: Velikost peněžního toku a úrokového daňového štítu

Vidíme (tabulka 7-2.5), že při 25 % zadlužení jsou již náklady finanční tísně (v našem případě reprezentovány velikostí záporného peněžního toku včetně provize pojišťovny) větší než úrokový daňový štít. Společnosti AB se tedy podle této teorie vyplatí zadlužovat se až do výše 24 %.

D. Teorie hierarchického pořádku

Hierarchický pořádek vysvětluje (na rozdíl od kompromisní teorie, která v této fázi selhává), proč si nejziskovější firmy půjčují nejméně – ne kvůli nízkému cílovému dluhovému poměru, ale kvůli malé potřebě vnějších financí. Společnost AB s.r.o. také dává přednost vnitřnímu financování, podíly na zisku zatím nevyplácí.

E. Teorie čtyř dimenzí kapitálové struktury podle Brealeyho – Myerse

Při volbě kapitálové struktury je třeba vzít v úvahu zejména následující skutečnosti:

- ✓ Daně. Podniky, které jsou si jisté, že budou mít dostatečný zisk a využijí tak úrokový daňový štít, si mohou více půjčovat. AB s.r.o. se pohybuje v odvětví, které se právě nenachází v příliš záviděníhodné situaci, jak je patrné z předchozích analýz. Podnik si tedy nemůže být jistý, že bude mít v budoucnu dostatečný zisk a využije tak úrokového daňového štítu. Z

tohoto důvodu je vhodné se domnívat, že dosavadní financování z vlastních zdrojů je vhodné. Dále je nutno zohlednit skutečnost, že společnost AB, s.r.o. dosahovala v minulosti ztrát, může tedy počítat s tím, že je bude v příštích letech uplatňovat při snižování svého daňového základu. Společnost by tak již dostatečně nevyužila výhody úrokového daňového štítu v případě dluhového financování.

- ✓ Riziko. Zvyšování podílu cizího kapitálu zvyšuje v podniku riziko vzniku platební neschopnosti. Pravděpodobnost vzniku platební neschopnosti je tím větší, čím vyšší je podíl cizího kapitálu. AB má v současné době velice nízké zadlužení, jeho likvidita je vysoká a rovněž ukazatel úrokového krytí je výborný, proto se společnost rizika ze vzniku platební neschopnosti nemusí obávat.
- ✓ Typ aktiv. Čím je v podniku větší podíl majetku s nízkou likviditou – především dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku – tím větší musí být podíl vlastního kapitálu. Majetková struktura společnosti AB je tvořena z 60 % oběžnými aktivy, podíl dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku ve srovnání s podniky v odvětví je velice nízký.
- ✓ Finanční volnost. Hodnota podniku závisí dlouhodobě více na investičních rozhodnutích než na struktuře financování, proto podniky, které mají bohaté, efektivní investiční příležitosti, by měly dbát na to, aby měly rychle dostupné peněžní prostředky, aby měly „finanční volnost“. Rychleji dostupné jsou především interní finanční zdroje. Vzhledem ke skutečnosti, že společnost AB je financována převážně vlastními zdroji, má také dostatečnou finanční volnost.

F. Teorie indiferentní kapitálové struktury

Bod indifferencie kapitálové struktury představuje takovou výši zisku podniku před úroky a zdaněním, při níž zisk na jednu akcii je stejný jak při alternativě dluhového financování, tak při alternativě financování pomocí vlastního kapitálu. V bodě indifferencie kapitálové struktury je tedy dluhové financování stejně výhodné, jako financování pomocí vlastního kapitálu. Při jiné výši zisku, než určuje bod indifferencie, je dluhové financování (event. financování vlastním kapitálem) méně výhodné, nebo výhodnější.

Jelikož se v případě AB, s.r.o. nejedná o akciovou společnost, nahradíme hodnotu emitovaných akcií hodnotou základního kapitálu. Prostřednictvím analýzy bodu indifferencie kapitálové struktury se pokusíme zjistit, zda při stávající situaci je pro společnost AB s.r.o. výhodné dluhové financování a kdy naopak je výhodné financování jen pomocí vlastního

kapitálu. Společnost má připraven pro rok 2000 investiční záměr ve výši 17 mil. Kč na vývoj a investice do výrobních technologií. V tabulce 7-2.6 je uvedena kalkulace zisku připadajícího na 1 Kč základního kapitálu při dvou úrovních zisku před úroky a zdaněním pro obě alternativy financování.

Na první pohled je zřejmé, že v 1. alternativě financování vlastním kapitálem roste zisk na 1 Kč základního kapitálu stejným tempem, jako celkový zisk před úroky a zdaněním (vždy 300 %). Ve 2. alternativě dluhového financování roste zisk na 1 Kč základního jmění o 361 %, zatímco celkový zisk před úroky a zdaněním jen o 300 %, což je způsobeno dluhovým financováním podniku. Tento pozitivní jev však nepůsobí vždy. Musí být dosaženo určitého zisku před úroky a zdaněním. Z našeho případu je patrné, že při zisku 10 mil. Kč je zisk na Kč základního kapitálu u dluhového financování nižší, než u financování vlastním kapitálem. Naopak při zisku 40 mil. Kč je zisk na Kč základního kapitálu vyšší u dluhového financování.

	Zisk před úroky a zdaněním v mil. Kč		
	10	40	změna v %
Alternativa I. (financování vlastním kapitálem)			
Zisk před úroky a zdaněním	10	40	300%
Úroky	0	0	-
Zisk před zdaněním	10	40	300%
Daň	3.1	12.4	300%
Zisk po zdanění	6.9	27.6	300%
Základní kapitál	319.458	319.458	0%
Zisk na 1 Kč zákl. kapitálu	0.0216	0.0864	300%
Alternativa II. (financování cizím kapitálem)			
Zisk před úroky a zdaněním	10	40	300%
Úroky (10 %)	1.7	1.7	0%
Zisk před zdaněním	8.3	38.3	361%
Daň	2.573	11.873	361%
Zisk po zdanění	5.727	26.427	361%
Základní kapitál	0.302458	0.302458	0%
Zisk na 1 Kč zákl. kapitálu	18.9349	87.3741	361%

Tabulka 7-2.6: Indiferentní kapitálová struktura

Matematicky můžeme bod indiference zjistit takto:

$$\frac{(EBIT - 0)(1 - 0,31)}{319,458} = \frac{(EBIT - 1,7)(1 - 0,31)}{302,458}$$

$$EBIT = 31,946$$

V našem případě je bod indiference = 31,946 mil. Kč. To znamená, že při očekávaném zisku vyšším než je bod indiference, je výhodnější dluhové financování. Naopak při nižším očekávaném zisku je výhodnější financování vlastním kapitálem. Podle finančního plánu podniku AB s.r.o. je očekávaný zisk mnohem nižší, proto je výhodnější použít k tomuto investičnímu záměru raději vlastního kapitálu.

G. Teorie finanční páky

Na základě podmínek pro působení finanční páky můžeme velice jednoduše určit, jak vysoká může maximálně být úvěrová sazba (US), aby využití cizích zdrojů bylo výhodnější než použití vlastních zdrojů. S cizím kapitálem má smysl pracovat, když platí vztah 4-2.8, tzn. že produkční síla podniku musí převyšovat součin úrokové míry a podílu vlastního kapitálu a cizích zdrojů, za které podnik platí na aktivech. V našem případě (tabulka 7-2.7) produkční síla podniku v žádném ze sledovaných let nepřevyšovala součin úrokové míry a podílu vlastního jmění a cizích zdrojů, za které podnik platí na aktivech, tzn. **společnosti se nevyplatilo pracovat s cizím kapitálem**. K tomu, abychom posoudili, zda je vhodné s cizím kapitálem pracovat v budoucnosti, je nutné znát investiční záměry společnosti a využít finanční plán společnosti.

		1998	1999	2000
1	EBIT / Aktiva	0.041	0.056	0.034
2	Úroky / (úvěry + obligace)	0.209	0.177	0.220
3	(VK + úvěry + obligace) / Aktiva	0.758	0.893	0.873
4	Součin řádku 2 a 3	0.158	0.158	0.192

Tabulka 7-2.7: Pomocná tabulka

V tabulce 7-2.8 je využito finančních plánů společnosti. Můžeme z ní snadno vyčíst, že v případě financování z vlastního kapitálu finanční páka samozřejmě nepůsobí, protože v této alternativě není využit žádný dlouhodobý úročený cizí kapitál. V případě částečného zadlužení finanční páka působí, avšak negativně, jelikož není splněna nutná podmínka, že výnosnost aktiv by měla být vyšší než náklady na cizí kapitál. Finanční páka by působila kladně v případě, že by:

- a/ společnost AB získala úrokovou sazbu z úvěru nižší než je její dosahovaná rentabilita. V tomto případě by úroková míra musela činil méně než 4 %, což je v současné době nereálné.
- b/ společnost AB zvýšila rentabilitu celkového kapitálu nad úroveň úrokového zatížení z úvěru, který v našem případě činí 12 %, což je rozhodně realističtější varianta.

Stupeň (úhel) působení finanční páky

Dále se budeme zabývat tím, jaký důsledek by měla změna hospodářského výsledku před úroky a zdaněním (EBIT) na působení finanční páky. Za výchozí pro tuto analýzu budeme považovat rok 2001. Stupeň působení finanční páky určíme takto: $SFP = EBIT / (EBIT - \text{úroky})$ = 1,23 tzn., že zvýšení EBIT o 1 % povede ke zvýšení čistého zisku o 1,23 %. V našem případě jsme zvýšili EBIT o 250 % při stejném úroku jako v předchozím případě, došlo tedy k růstu čistého zisku o 307,65 % ($1,23 \cdot 250$). V situaci, kdy společnost dosáhne $EBIT > 31,5$ mil – bude finanční páka působit kladně.

	2001	
	Financ. jen vlastním kapitálem	Částečné zadlužení
Vlastní kapitál	268739	246739
Cizí kapitál	0	16724
Celkový kapitál	268739	263463
Zadlužení	0	0,07
Základní jmění	319458	299458
EBIT	10673	10673
Úroky (i)	0	2000
Úroková sazba	0%	12%
ZD	10673	8673
Daň (31 %)	3309	2689
Z	7364	5984
Zisk na ZJ		
- před zdaněním	4,0%	3,5%
- po zdanění	2,7%	2,4%
RCK	4,0%	4,1%
RVK	2,7%	2,4%
Účinek páky (RCK - i) * E	nedefin.	-0,0054
i / RCK		3,0

Tabulka 7-2.8: Působení finanční páky

Stupeň působení páky zadlužení

Analogicky teď budeme analyzovat důsledky změny stupně zadlužení E (v našem případě zvýšení podílu cizího kapitálu), které je základem působení finanční páky. Budeme zkoumat, jak zvýšení stupně zadlužení (E se zvýšilo ze 7 % na 32 %) ovlivňuje rentabilitu vlastního kapitálu (RVK). Protože se nemění ani celkový investovaný kapitál, ani EBIT, nemění se ani rentabilita celkového kapitálu (RCK), která činí v obou případech 14,2 %. V důsledku zvýšení cizího kapitálu však dochází ke zvýšení úroků jako daňově odčitatelné položky. Je zřejmé, že čistý hospodářský výsledek není ovlivněn celou částkou úroků, nýbrž pouze tou částí, která zisk snižuje $(1 - t)$. Stupeň působení páky zadlužení pak činí $SPZ = (1 - t) (RCK - i) \times$ změna E = 0,3795. Protože působení páky je v důsledku zvýšení zadluženosti kladné, došlo ke zlepšení RVK o +0,3795 na 10,3 %.

	2001				
	Výchozí stav	Zvýšení EBIT		Zvýšení zadlužení	
		přepočet	změna v %	konečný stav	změna v %
Vlastní kapitál	246739	246739		200000	-18,94%
Cizí kapitál	16724	16724		63463	279,47%
Celkový kapitál	263463	263463		263463	
Zadlužení	0,07	0,07		0,32	368,15%
EBIT	10673	37356	250,00%	37356	0,00%
Úroky (ú)	2000	2000	0,00%	7616	280,78%
Úroková sazba	12%	12%	0,00%	12%	0,34%
EBT	8673	35356	307,65%	29740	-15,88%
Daň (31 %)	2689	10960	307,65%	9220	-15,88%
Z	5984	24395	307,65%	20521	-15,88%
RCK	4,1%	14,2%	250,00%	14,2%	0,00%
ROE	2,4%	9,9%	307,65%	10,3%	3,78%
Účinek páky (RCK - i) * E	-0,54%	0,1505%		0,6914%	
Stupeň působení - finanční páky - páky zadlužení	1,231	→		→ 0,3795	

Tabulka 7-2.9: Stupeň působení finanční páky a páky zadlužení

ZHODNOCENÍ A ZÁVĚREČNÁ DOPORUČENÍ

Zaměřme se nejdříve na zhodnocení kapitálové struktury společnosti AB. Při financování uplatňuje management konzervativní přístup tzn., že jsou dlouhodobým kapitálem ve velké míře kryta i krátkodobá aktiva. Tomu odpovídá i skutečnost, že je společnost financována převážně vlastním kapitálem. Konkurenční společnosti používají v daleko větší míře cizích zdrojů, což však není způsobeno snahou jejich managementu po zvýšeném účinku finanční páky, naopak je to vyvoláno nutností, neboť konkurenční společnosti vytvářejí každoročně záporný hospodářský výsledek a jejich vlastní kapitál je vyjádřen zápornými hodnotami.

Ke svému financování využívá analyzovaná společnost převážně vlastních zdrojů. Na první pohled bychom to mohli ohodnotit negativně z důvodu nedostatečného využívání finanční páky. Z předchozí případové studie - finanční analýzy - však víme, že základní podmínky racionálního využívání jak vlastních, tak cizích zdrojů nejsou naplněny a jak celková úroveň

rentability vlastního kapitálu, tak celkově vložených prostředků nevyhovuje základním proporcím (tj. vyššímu výnosu než vklad u banky). A jelikož je v případě AB rentabilita celkového kapitálu podstatně nižší než nákladové úroky – má používání vlastních zdrojů své opodstatnění.

K určení optimální kapitálové struktury byly využity nejrůznější přístupy k této problematice. Podle „klasické teorie“ vychází optimální hodnota zadlužení 16 %, podle „kompromisní teorie“ 25 %. Ostatní teorie – teorie Brealey-Myers, teorie finanční páky i teorie indiferentní kapitálové struktury – dávají přednost financování převážně vlastními zdroji. Hlavním důvodem pro financování vlastních zdrojů je u většiny teorií především velice nízká dosahovaná rentabilita podniku. Zvýšení rentability je tedy hlavní cíl, kterým by se společnost měla ubírat. Je třeba si uvědomit, že pokud podnik nebude mít dostatečnou výkonnost (produkční sílu), nemá smysl provádět restrukturalizaci pasiv. Hlavní snahou do budoucnosti by tedy mělo být především zvýšení rentability celkového kapitálu lepším využíváním podnikového kapitálu. Jenom v takovém případě bude společnost využívat kladného působení finanční páky a uvažovat tak o financování z cizích zdrojů. V případě, že bude společnost dosahovat v dalším období rentability kolem 10 %, je možné doporučit rozumnou míru zadlužení (střednědobý bankovní úvěr, úroveň zadlužení zhruba v rozmezí 10 – 20 % - podle klasické teorie).

7.3 Případová studie: Hodnocení efektivnosti investičních projektů a stanovení optimální výše kapitálových výdajů

Zadání: Podnik BETA, a.s. plánuje 5 nových investičních projektů. Zhodnotte efektivnost investičních projektů pomocí metod vnitřního výnosového procenta a čisté současné hodnoty. Na základě stanovení mezních průměrných nákladů kapitálu určete optimální výši kapitálových výdajů a vyberte ty investiční projekty, jejichž přijetím se zvýší tržní hodnota podniku.

Základní informace o společnosti BETA, a.s.

Akciová společnost BETA se za dobu osmdesáti let své existence zařadila mezi největší a nejrychleji se rozvíjející firmy v České republice, které se zabývají porážkou hospodářských zvířat a následným zpracováním masa. BETA vyrábí široký sortiment uzenářských produktů, včetně specialit a výrobků určených nejnáročnějším zákazníkům. Skvělá tradice značky, neustálá kontrola kvality, modernizace výroby a dokončení nejmodernějšího provozu na světové úrovni umožňují podstatně zvýšit obchodní aktivity doma i v zahraničí při splnění nejpřísnějších norem EU. Podnik zaměstnává asi 1300 pracovníků. Cílem akciové společnosti BETA je vytváření trvalých vztahů s obchodními partnery a to vždy se zřetelem na spokojenost konečného spotřebitele.

Finanční analýza

Vzhledem k tomu, že potřebujeme zhodnotit současnou situaci podniku i po jeho finanční stránce, bude k tomu účelu využita část finanční analýzy – hodnocení pomocí poměrových ukazatelů.

Údaje potřebné pro výpočet poměrových ukazatelů jsou v tisících Kč uvedeny v tabulce 7-3.1.

Rok	1998	1999
tržby	3827404	3436537
zisk před daní a úroky (EBIT)	102628	114986
čistý zisk	11702	30466
celkové náklady	1053008	3447076
nákladové úroky	90926	84520
celková aktiva	2207330	2289924
stálá aktiva	1190656	1265266
HIM	1187727	1262955
oběžná aktiva	897946	943474
zásoby	382811	309133
pohledávky	495951	625609
finanční majetek	19184	8732
vlastní jmění	232654	261611
cizí zdroje	1920165	2012919
dlouhodobý cizí kapitál	118501	169705
dlouhodobé úvěry	85459	142554
krátkodobé závazky	1138138	1127329

Tabulka 7-3.1: Hodnoty pro výpočet poměrových ukazatelů

Jednotlivé poměrové ukazatele a jejich výpočet jsou uvedeny v tabulce 7-3.2.

Rok	1998	1999	Odv.99
Rentabilita celkového kapitálu = $(\check{C}Z + U(1 - d))/A$	0,034	0,039	0,077
Rentabilita vlastního kapitálu = $\check{C}Z/VK$	0,050	0,116	0,043
Doba obratu závazků = $\text{závazky}/(\text{tržby}/360)$	107,1	118,1	144,7
Doba obratu zásob = $\text{zásoby}/(\text{tržby}/360)$	36,0	32,4	58,8
Doba obratu pohledávek = $\text{pohledávky}/(\text{tržby}/360)$	46,7	65,5	84,4
Obrat dlouhodobého hmotného majetku = $\text{tržby}/HIM$ v ZC	3,22	2,72	4,27
Obratovost aktiv = $\text{tržby}/\text{aktiva}$	1,73	1,50	1,49
Běžná likvidita = $\text{oběžná aktiva}/\text{krátkodobé závazky}$	0,789	0,837	1,14
Pohotová likvidita = $(\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby})/\text{krátkodobé}$	0,453	0,563	0,72
Peněžní likvidita = $\text{finanční majetek}/\text{krátkodobé závazky}$	0,017	0,008	0,10
cizí zdroje/pasiva	0,870	0,879	0,589
Dlouhodobý cizí kapitál/pasiva	0,054	0,074	0,155
Dlouhodobý cizí kapitál/cizí zdroje	0,062	0,084	0,27
Dlouhodobé bankovní úvěry/dlouhodobý cizí kapitál	0,721	0,840	0,575
Úrokové krytí	1,13	1,36	2,33
(dlouhodobý cizí kapitál+vlastní jmění)/stálá aktiva	0,295	0,341	1,03
Vlastní kapitál/stálá aktiva	0,195	0,207	0,756

Tabulka 7-3.2: Výsledky výpočtu poměrových ukazatelů

Rentabilita celkového kapitálu byla ve sledovaných letech okolo 3 – 4 %, což je velice nízká hodnota. Rentabilita vlastního kapitálu dosahuje v roce 1998 pouze 5 %, v roce 1999 se však tato hodnota zlepšila na více než 11 %.

Obecně lze říci, že čím nižší doba obratu zásob, tím pro podnik lépe, protože zásoby jsou lépe využívány. Na druhou stranu však může krátká doba obratu zásob znamenat problémy

v plynulosti výrobního procesu nebo prodeje. To ovšem závisí na individuální situaci každého podniku. Hodnota ukazatele doby obratu pohledávek je v roce 1998 poměrně vysoká a v roce 1999 se dokonce ještě zvýšila, ale stále je ještě o hodně nižší než doba obratu závazků. Znamená to, že tato oblast pro podnik problémy neznámá. Ukazatele obratovosti dlouhodobého hmotného majetku a obratovosti aktiv mají klesající tendenci. To může znamenat, že flexibilita podniku vzhledem k možnému poklesu tržeb se snižuje, protože se zvyšují jeho fixní náklady a podnik je tak více náchylný ke ztrátovosti. Podnik plánuje přijetí nových investičních projektů. Je potřeba, aby tržby po přijetí těchto nových investičních projektů rostly rychleji než tvoří přírůstek aktiv anebo hodnota dlouhodobého hmotného majetku. Jenom v takovém případě by hodnoty obou ukazatelů začaly růst.

Běžná likvidita v obou sledovaných letech nedosahuje ani hodnoty 1 (i když v roce 1999 hodnota mírně vzrostla). To znamená, že podnik není schopen hradit své krátkodobé závazky z oběžných aktiv a je tedy nucen používat aktiv stálých. Ukazatel pohotovosti likvidity vylučuje z oběžných aktiv jejich nejméně likvidní položku a to jsou zásoby. Hodnota tohoto ukazatele v obou letech je velice nízká, pouze okolo 0,5. Posledním ukazatelem z této skupiny je ukazatel peněžní likvidity, který ukazuje, kolik ze svých krátkodobých závazků je podnik schopen hradit pomocí nejlikvidnější formy majetku - peněz na účtu, v bankách nebo pomocí krátkodobého finančního majetku. Stejně jako u předchozích ukazatelů likvidity je i tato hodnota velmi nízká. Hodnoty likvidity jsou i ve srovnání s odvětvím nízké.

Z hodnot ukazatelů zadluženosti můžeme vyčíst, že stálá aktiva nejsou kryta ani vlastním kapitálem, ani dlouhodobým kapitálem (dlouhodobý cizí kapitál + vlastní kapitál), což poukazuje na podkapitalizování podniku. Nové investiční projekty podniku by proto měly být kryty dlouhodobým kapitálem. Je potřebné ale zjistit, jaký podíl z celkových zdrojů zaujímají zdroje cizí a jaký zdroje vlastní. Z ukazatele cizí zdroje/pasiva vidíme, že cizí zdroje zaujímají v celkových zdrojích téměř 90 % a tato hodnota se v obou letech příliš nemění. Vzhledem k tomu, že podíl cizích zdrojů na zdrojích celkových se v odvětví potravinářského průmyslu pohybuje okolo 60 %, můžeme říci, že hodnoty sledovaného podniku dosahují vysokých hodnot. Na základě těchto výsledků by bylo vhodné, aby navrhované investice byly financovány zejména vlastním kapitálem, čímž by se zlepšila finanční struktura podniku.

Charakteristika jednotlivých plánovaných investičních projektů

Projekt č. 1: Technologie pro mrazírnu

- realizace projektu: předpokládaný začátek výstavby na jaře roku 2000, předpokládané dokončení na podzim roku 2000,
- předpokládané investiční náklady: 110 mil. Kč,
- předpokládané zdroje financování: 70 % úvěr, 15 % vlastní zdroje a 15 % leasing,
- předpokládané výnosy z investice:
 - výnosy z uskladnění masa,
 - výnosy z uskladnění státních rezerv nebo intervenčních fondů,
 - zamrazování masa pro externí zájemce.

Projekt č. 2: Budova pro mrazírnu

- realizace projektu: souběžně s projektem č. 1,
- předpokládané investiční náklady: 160 mil. Kč,
- předpokládané zdroje financování: 70 % úvěr, 30 % vlastní zdroje,
- předpokládané výnosy z investice:
 - za výnos z této investice bude považována částka, kterou by budova přinesla, kdyby v ní podnik neumístil vlastní výrobu a pronajímal ji.

Projekt č. 3: Technologie pro výrobu uzenin a balíčka uzenin

Tento projekt obsahuje dva investiční celky, a to technologii pro výrobu uzenin a balíčku uzenin. Tyto dva celky jsou však spolu spojeny natolik těsně, že je nelze hodnotit odděleně.

- realizace projektu: předpokládaný začátek výstavby na jaře roku 2001, předpokládané dokončení na podzim roku 2001,
- předpokládané investiční náklady: 200 mil. Kč technologie pro výrobu uzenin, 8 mil. Kč balíčka uzenin,
- předpokládané zdroje financování: leasing,
- předpokládané výnosy z investice:
 - důvodem realizace této investice je splnění požadavků EU, což je považováno za hlavní efekt plynoucí z této investice a předpoklad dlouhodobého fungování podniku,
 - úspora materiálových nákladů a pracnosti (mzdových nákladů),

- zvýšení objemu výroby a tržeb,
- balíčka umožní podniku udržet si stávající zákazníky.

Projekt č. 4: Budova pro výrobu uzenin

- realizace projektu: souběžně s projektem č. 3,
- předpokládané investiční náklady: 150 mil. Kč,
- předpokládané zdroje financování: 60 % úvěr, 40 % vlastní zdroje,
- předpokládané výnosy z investice:
 - stejně jako u projektu č. 2 budeme za výnos z investice pokládat částku, kterou by budova přinesla, byla-li by pronajímána.

Projekt č. 5: Linka na krájení uzenin s balením

- realizace projektu: termín zatím neurčen,
- předpokládané investiční náklady: 25 mil. Kč,
- předpokládané zdroje financování: leasing,
- předpokládané výnosy z investice:
 - zatím bylo krájení uzenin prováděno externí dodavatelskou firmou, výnosem tedy bude úspora nákladů na dodavatelské služby,

Financování investičních projektů, zdroje a jejich dostupnost pro BETA, a.s.

Odpisy

Ročně má podnik přístup k odpisům ve výši 100 až 130 mil. Kč. Pro financování svých nových investičních projektů chce podnik využít odpisy v celkové výši 126 mil. Kč. Z daných investičních projektů, by z odpisů měly být financovány tyto:

- 30% projektu č. 1 – technologie pro mrazírnu (33 mil. Kč),
- 30% projektu č. 2 – budovy pro mrazírnu (48 mil. Kč),
- 30 % projektu č.4 – budovy pro výrobu uzenin (45 mil. Kč).

Nerozdělený zisk

Jedná-li se o možnost financování investičních projektů z nerozděleného zisku, potom je třeba říci, že podnik neuvažuje o tomto zdroji financování, a to zejména z toho důvodu, že

nedosahuje dostatečně vysokého zisku, aby z něj byl schopen své plánované investiční projekty financovat.

Rezervní fondy

O tomto zdroji pro financování svých nových investičních projektů podnik neuvažuje.

Kmenové akcie

Management podniku uvažuje o navýšení základního kapitálu pomocí emise nových kmenových akcií v horizontu 3 let.

Prioritní akcie

O tomto zdroji financování podnik neuvažuje.

Obligace

Vzhledem k současným podmínkám na kapitálovém trhu a k malé známosti podniku, o tomto zdroji financování podnik neuvažuje.

Dlouhodobé úvěry

I přes velmi špatné výsledky finanční analýzy ohledně zadluženosti podnik po předběžné dohodě s bankou předpokládá, že bude schopen získat úvěr v celkové výši 294 mil. Kč. Tímto úvěrem budou z daných investičních projektů financovány tyto:

70% projektu č. 1 – technologie pro mrazírnu (77 mil. Kč),

70% projektu č. 2 – budovy pro mrazírnu (112 mil. Kč),

70% projektu č. 4 – budovy pro výrobu uzenin (105 mil. Kč).

Podle informací získaných v podniku bude mít získaný úvěr tyto parametry:

- splatnost 8 let,
- úrok 11%.

Leasing

Na základě jednání s leasingovou společností podnik bude mít možnost pomocí leasingu financovat tyto projekty:

projekt č. 3 – technologie pro výrobu uzenin a balička uzenin (208 mil. Kč),

projekt č. 5 – linka na krájení uzenin s balením (25 mil. Kč).

Celkem tedy bude možné pomocí leasingu financovat 233 mil. Kč. Leasing bude mít následující parametry:

- doba trvání: 4 roky,

- leasingový koeficient: 1,19,
- akontace: 30% z pořizovací ceny.

Faktoring a forfaiting

O tomto zdroji financování podnik neuvažuje.

Náklady kapitálu podniku BETA, a. s.

Náklady jednotlivých druhů kapitálu

Náklady jednotlivých druhů podnikového kapitálu budeme počítat pro 3 varianty, které se budou lišit skladbou zdrojů financování nových investičních projektů, a to takto:

1. Varianta č. 1 – tato varianta uvažuje takovou kapitálovou strukturu, která vznikne po přijetí nových investičních projektů, které budou financovány z jednotlivých zdrojů tak, jak to plánuje podnik.
2. Varianta č. 2 – v této variantě budeme uvažovat následující situaci: aby se zlepšila cílová kapitálová struktura podniku, budou nové investiční projekty financovány v poměru zdrojů cizích k vlastním 60/40.
3. Varianta č. 3 – varianta, ve které budeme počítat s tím, že podnik si bude chtít vylepšit svou cílovou kapitálovou strukturu až na odvětvový průměr 60% cizích zdrojů a 40% zdrojů vlastních.

Náklady úvěru

U nákladů na úvěr je třeba spočítat pouze náklady na současný úvěr a náklady na nový úvěr. Vypočtené náklady potom použijeme u všech variant ve stejné výši.

V současné době podnik používá úročené úvěry v této výši:

- dlouhodobé úvěry – 142 554 000,- Kč, s úrokem 13%,
- krátkodobé úvěry – 711 885 000,- Kč s úrokem 9,5%.

Sazba daně z příjmu: 35 %.

Pro dlouhodobé úvěry:

$$N_d = 13 * (1 - 0,35)$$

$$N_d = 8,45\%$$

Pro krátkodobé úvěry:

$$N_d = 9,5 * (1 - 0,35)$$

$$N_d = 6,175 \%$$

Své nové investiční projekty chce podnik financovat úvěrem ve výši 294 mil. Kč. Pro úvěr v této výši předpokládáme úroky ve výši 11 %. Kdyby však chtěl podnik získat úvěr nad rámec oněch 294 mil. Kč, musí počítat i s vyšším úrokem, a to s úrokem ve výši 16 %. Sazba daně z příjmu v dalším období: 31 %.

Náklady úvěru s nižší úrokovou sazbou 11 % budou činit:

$$N_d = 11 * (1 - 0,31)$$

$$N_d = 7,59\%$$

Náklady úvěru s vyšší úrokovou sazbou 16 % budou činit:

$$N_d = 16 * (1 - 0,31)$$

$$N_d = 11,04\%$$

Náklady vlastního kapitálu

Pro výpočet nákladů vlastního kapitálu budou použity tyto metody: CAPM, prognóza β podle provozního a finančního rizika a stavebnicová metoda.

1. Metoda CAPM

Nejprve musíme určit výši β_Z . To musíme spočítat pro všechny uvažované varianty zvláště β_N , které potřebujeme pro výpočet β_Z znát, činí pro potravinářský průmysl 0,523 (tabulka 6-4.1). Tuto hodnotu použijeme pro výpočet β_Z ve všech variantách.

Stávající cizí kapitál činí 854 439 tis. Kč, stávající vlastní kapitál činí 261 611 tis. Kč.

Varianta č. 1

V první variantě potřebujeme pro výpočet β_Z znát výši cizích a vlastních zdrojů po přijetí nových investičních projektů:

- cizí zdroje se zvýší o nově použitý úvěr (294 mil. Kč) a o nově použitý leasing (233 mil. Kč); výsledné cizí zdroje po přijetí nových investičních projektů se potom budou rovnat 1 381 439 tis. Kč.
- vlastní zdroje, pro které se počítají náklady kapitálu se nezvýší, a to z toho důvodu, že podnik chce použít z vlastních zdrojů pouze odpisy, které však nepřinášejí podniku žádné náklady. Podnik je totiž získává v ceně výrobků, kde jsou již náklady zahrnuty.

β_Z pro první variantu počítáme:

$$\beta_Z = 0,523 * \left[1 + (1 - 0,31) * \frac{1381439}{261611} \right]$$
$$\beta_Z = 2,43$$

Kromě β_Z zde však potřebujeme znát bezrizikovou úrokovou míru – výnosnost státních dluhopisů se splatností 10 let. Tu pro naše podmínky určíme na 7,6 % (www.mpo.cz). Riziková premie kapitálového trhu činí 8,5 % (tabulka 4-3.2).

Náklady vlastního kapitálu pro variantu č. 1 činí:

$$N_{VK} = 7,6 + 2,43 * 8,5 = 28,26 \%$$

Varianta č. 2

Ve druhé variantě uvažujeme, že pro vylepšení kapitálové struktury budou alespoň nové investiční projekty financovány v poměru 60 % zdrojů cizích a 40 % zdrojů vlastních. Jestliže vše vyčíslíme, potom z celkové částky nových investičních projektů 653 mil. Kč bude z vlastních zdrojů financováno 261 200 tis. Kč a ze zdrojů cizích 391 800 tis. Kč. Celkové cizí zdroje po přijetí nových investičních projektů budou činit 1 246 239 tis. Kč a celkové zdroje vlastní 522 811 tis. Kč.

β_Z pro tuto variantu tedy bude činit:

$$\beta_Z = 0,523 * \left[1 + (1 - 0,31) * \frac{1246239}{522811} \right]$$
$$\beta_Z = 1,38$$

Bezrizikovou úrokovou míru a rizikovou prémie trhu použijeme pro výpočet nákladů vlastního kapitálu pro variantu č. 2 stejně jako jsme použili pro variantu č. 1:

$$N_{VK} = 7,6 + 1,38 * 8,5 = 19,33 \%$$

Variantu č. 3

Ve třetí variantě uvažujeme, že po přijetí nových investičních projektů bude cílový poměr cizích zdrojů ke zdrojům vlastním 60/40. β_Z pro takovou kapitálovou strukturu bude:

$$\beta_Z = 0,523 * \left[1 + (1 - 0,31) * \frac{60}{40} \right]$$

$$\beta_Z = 1,046$$

$$N_{VK} = 7,6 + 1,064 * 8,5 = 16,64 \%$$

2. Prognóza β na základě analýzy provozního a finančního rizika

Pro odhad β touto metodou potřebujeme znát obchodní a finanční riziko. Předpokládáme, že se jedná o průměrný podnik, a proto předpokládáme rizikovou úpravu β za obchodní riziko ve výši + 0 (tabulka 4-3.3). Rizikovou úpravu β za finanční riziko odhadneme ve výši:

1. varianta: + 3,65 (poměr CK/VK = 770 %)
2. varianta: + 1,0 (poměr CK/VK $\approx$ 240 %)
3. varianta: + 0,55 (poměr CK/VK = 150 %) (tabulka 4-3.4).

Potom platí:

$$1. \text{ varianta: } \beta = 1 + 0 + 3,65 = 4,65$$

$$2. \text{ varianta: } \beta = 1 + 0 + 1,0 = 2,0$$

$$3. \text{ varianta: } \beta = 1 + 0 + 0,55 = 1,55$$

Náklady vlastního kapitálu:

$$1. \text{ varianta: } N_{VK} = 7,6 + 4,65 * 8,5 = 47,13 \%$$

$$2. \text{ varianta: } N_{VK} = 7,6 + 2,0 * 8,5 = 24,6 \%$$

3. *varianta:* $N_{VK} = 7,6 + 1,55 * 8,5 = 20,78 \%$

3. Stavebnicová metoda

Zde potřebujeme znát pouze rizikovou přírážku (bezrizikovou úrokovou míru již známe). Tu určíme podle tabulky 4-3.5, který pro kategorii, kam můžeme zařadit sledovaný podnik udává rizikovou prémii mezi 16 % a 20 %. Zvolíme tedy rizikovou prémii 18 %. Výpočet je potom následující:

$$N_{VK} = 7,5 + 18$$

$$N_{VK} = 25,5 \%$$

Výše nákladů vlastního kapitálu

Vzhledem k tomu, že hodnoty nákladů vlastního kapitálu jsou různé podle jednotlivých metod, budou pro účely této práce použity průměrné hodnoty; pro jednotlivé varianty ve výši:

- varianta č. 1 – 33,63 %,
- varianta č. 2 – 23,14 %,
- varianta č. 3 – 20,97 %.

Náklady leasingu

Jak už bylo uvedeno, leasingem bude financováno 233 mil. Kč ze všech plánovaných investičních projektů. Leasingový koeficient bude pravděpodobně činit 1,19, což znamená, že skutečné platby převýší pořizovací cenu o 19 %. Těchto 19 % budeme považovat za náklady leasingu, které však, stejně jako u úvěru, musíme upravit o daňový efekt.

Náklady leasingu tedy budou činit:

$$N_l = 19 * (1 - 0,31)$$

$$N_l = 13,11$$

Průměrné náklady kapitálu a. s. BETA

Nyní vypočteme průměrné náklady podnikového kapitálu, které budou využity pro hodnocení efektivnosti investičních projektů plánovaných podnikem a pro stanovení optimální

výše kapitálových výdajů podniku. Tyto průměrné náklady vypočteme rovněž pro 3 uvažované varianty.

Varianta č. 1

Pro výpočet průměrných nákladů kapitálu je potřebné určit jednotlivé kapitálové zdroje, které bude podnik mít v případě financování nových investičních projektů podle schématu varianty č. 1:

- 142 554 tis. Kč – stávající dlouhodobé úvěry – náklad 8,54%,
- 711 885 tis. Kč – stávající krátkodobé úvěry – náklad 6,175%,
- 261 611 tis. Kč – vlastní zdroje – náklad 33,63 %,
- 294 000 tis. Kč - nové dlouhodobé úvěry – náklad 7,59%,
- 233 000 tis. Kč – leasing – náklad 13,11%.

Celková výše kapitálu činí: 1643050 tis. Kč.

Výpočet průměrných nákladů kapitálu pro variantu č. 1 potom bude následující:

$$\bar{N} = \frac{142554}{1643050} * 8,45 + \frac{711885}{1643050} * 6,175 + \frac{261611}{1642050} * 33,64 + \frac{294000}{1643050} * 7,59 + \frac{233000}{1643050} * 13,11$$
$$\bar{N} = 11,98\%$$

Varianta č. 2

Pro variantu č. 2 předpokládáme, že podnik může využít tyto zdroje financování:

- úvěr s úrokem 11 % ve výši 294 mil. Kč – náklad tohoto kapitálu činí 7,59 %,
- úvěr s úrokem 16 % - po vyčerpání úvěru s nižším úrokem – náklad tohoto kapitálu činí 11,04 %,
- leasing s koeficientem 1,19 – náklad tohoto kapitálu činí 13,11 %,
- vlastní zdroje – náklad tohoto kapitálu činí 23,14 %.

Nejprve si vyčísleme strukturu kapitálu po přijetí nových investičních projektů:

- 142 554 tis. Kč – stávající dlouhodobé úvěry – náklad 8,54 %,
- 711 885 tis. Kč – stávající krátkodobé úvěry – náklad 6,175 %,
- 261 611 tis. Kč – vlastní zdroje – náklad 23,14 %,

- 391 800 tis. Kč – nový dlouhodobý úvěr – náklad 7,59 % a 11,04 %,
- 261 200 tis. Kč – nové vlastní zdroje – náklad 23,14 %.

Celková výše kapitálu činí 1 769 050 tis. Kč.

Vidíme, že výše potřebného úvěru převyšuje možnosti levnějšího úvěru, a proto, abychom byli schopni spočítat průměrné náklady podnikového kapitálu pro variantu č. 2, musíme nejprve spočítat mezní průměrné náklady tohoto kapitálu. Jejich výpočet je následující:

Začneme s nejlevnějším zdrojem kapitálu a tím je úvěr do výše 294 mil. Kč. Mezní průměrné náklady kapitálu vypočteme podle vztahu:

$$Q = \frac{\text{použitý dluh s nižšími náklady}}{\text{podíl dluhu v celkové kapitálové struktuře}}$$

Do čitatele jako nejlevnější zdroj financování dosadíme úvěr ve výši 294 mil. Kč a do jmenovatele jeho podíl na cílové kapitálové struktuře, který činí 70% (celkové cizí zdroje/celkový kapitál = $1246239/1769050 = 70\%$).

$$Q = \frac{294}{0,7}$$

$$Q = 420 \text{ mil}$$

420 mil. Kč tvoří hranici, po kterou průměrné náklady kapitálu na financování nových investic budou minimální. Skladba této částky bude následující:

- 252 mil. Kč – úvěr (podíl 60% na celkové výši nových investic),
- 168 mil. Kč – vlastní zdroje (podíl 40% na celkové výši nových investic).

Jakákoliv použitá částka nad těchto 420 mil. Kč už bude s vyššími průměrnými náklady použitého kapitálu.

Pro první část použitého kapitálu (do výše 420 mil. Kč) vypočteme průměrné náklady. Náklady vlastního kapitálu jsou stejné, jak pro stávající vlastní kapitál, tak pro nový vlastní kapitál. Do vztahu pro výpočet průměrných nákladů je proto dosazujeme již sečtené, tzn. 429611 tis. Kč:

$$\bar{N} = \frac{142554}{1536050} * 8,45 + \frac{711885}{1536050} * 6,175 + \frac{252000}{1536050} * 7,59 + \frac{429611}{1536050} * 23,14$$

$$\bar{N} = 11,36 \%$$

My ovšem potřebujeme financovat ještě dalších 233 mil. Kč (celková potřebná částka 653 mil. Kč – 420 mil. Kč). Je tedy nutné použít dražší úvěr. Částka 233 mil. Kč bude rovněž financována v poměru 60% úvěr a 40% vlastní zdroje; jestliže to vyjádříme čísly potom takto:

- 139,8 mil. Kč – úvěr (podíl 60%),
- 93,2 mil. Kč – vlastní zdroje (podíl 40%).

Průměrné náklady pro druhou (dražší) část použitého kapitálu tedy opět počítáme podle uvedeného postupu. Vlastní kapitál, stejně jako v předchozím případě dosazujeme již sečtený (522 811 tis. Kč):

$$\bar{N} = \frac{142554}{1769050} * 8,45 + \frac{711885}{1769050} * 6,175 + \frac{252000}{1769050} * 7,59 + \frac{139800}{1769050} * 11,04 + \frac{522811}{1769050} * 23,14$$

$$\bar{N} = 11,96 \%$$

Vidíme, že dražší úvěr zcela pokryl potřebu cizích zdrojů v této variantě, a proto již nepoužijeme leasing, který je příliš drahý.

Varianty č. 3

Pro tuto variantu máme opět k dispozici zdroje financování v této struktuře:

- úvěr s úrokem 11 % ve výši 294 mil. Kč – náklad tohoto kapitálu činí 7,59%,
- úvěr s úrokem 16 % - po vyčerpání úvěru s nižším úrokem – náklad tohoto kapitálu činí 11,04 %,
- leasing s koeficientem 1,19 – náklad tohoto kapitálu činí 13,11 %,
- vlastní zdroje – náklad tohoto kapitálu činí 20,97 %.

Jestliže celkový současný kapitál je ve výši 1116050 tis. Kč, potom cílová výše kapitálu po přijetí nových investic (ve výši 653 mil. Kč) bude činit 1769050 tis. Kč. Jestliže z této částky vypočteme 60 % a 40 %, dostaneme následující hodnoty:

- 60 % - 1 061 430 tis. Kč – cizí zdroje,
- 40 % - 707 620 tis. Kč – vlastní zdroje.

Takto by tedy měla vypadat kapitálová struktura po přijetí nových investičních projektů. Od těchto hodnot nyní odečteme současnou výši cizích a vlastních zdrojů:

- 1 061 430 tis. – 854 439 tis. = 206 991 tis. Kč (cizí zdroje),
- 707 620 tis. – 261 611 tis. = 446 009 tis. Kč (vlastní zdroje).

Vidíme, že celou částku cizích zdrojů bude možné financovat levnějším úvěrem, který podnik může získat ve výši 294 mil. Kč. Proto nebude třeba počítat mezní průměrné náklady kapitálu a proto zde nebude použit dražší úvěr ani leasing. Pro výpočet průměrných nákladů podnikového kapitálu pro variantu č. 3 opět dosazujeme vlastní kapitál sečtený (nový vlastní kapitál + stávající vlastní kapitál); 707 620 tis. Kč:

$$N = \frac{142554}{1769050} * 8,45 + \frac{711885}{1769050} * 6,175 + \frac{206991}{1769050} * 7,59 + \frac{707620}{1769050} * 20,97$$

$$N = 12,44 \%$$

Zhodnocení efektivnosti investičních projektů

Prvním krokem na cestě k dosažení cíle této práce je zhodnocení jednotlivých plánovaných investičních projektů pomocí metod vnitřního výnosového procenta a čisté současné hodnoty. Obě metody budou použity proto, abychom viděli, zda výsledky pomocí obou metod budou stejné.

Projekt č. 1: Technologie pro mrazírnu

Výpočet peněžních toků plynoucích z investice v jednotlivých letech její životnosti

Aby bylo možné vypočítat VVP a ČSH investice, potřebujeme nejprve znát kapitálový výdaj a peněžní toky z ní plynoucí v jednotlivých letech její životnosti. Kapitálový výdaj je známý a na projekt č. 1 činí 110 mil. Kč. Peněžní toky známe nejsou, a musíme je tedy vypočítat.

Veličiny pro výpočet a výpočet peněžních toků plynoucích jednotlivých letech z projektu č. 1 jsou uvedeny v tabulce č. 7-2.3.

Rok	Výnosy	Náklady	Zisk	Daň (31%)	Zisk po zdanění	Odpisy	Peněžní tok
1	46000000	23350000	22650000	7021500	15628500	9350000	24978500
2	47380000	34550000	12830000	3977300	8852700	20130000	28982700
3	48801400	34982600	13818800	4283828	9534972	20130000	29664972
4	50265442	35428178	14837264	4599551	10237712	20130000	30367712
5	51773405	35887123	15886282	4924747	10961535	20130000	31091535
6	53326607	36359837	16966770	5259699	11707072	20130000	31837072

Tabulka 7-2.3: Výpočet peněžních příjmů projektu č. 1

Nyní vysvětlíme, jak byly vypočteny hodnoty v jednotlivých sloupcích v tabulce č. 1. Výnosy jsou součtem následujících hodnot, které byly v jednotlivých letech zvyšovány o předpokládanou inflaci ve výši 3 %:

- výnosy z externího zpracování masa = 2000 tis. kg/rok * 4 Kč/kg,
- výnosy z uskladnění státních rezerv = 4000 tis. kg/rok * 4 Kč/kg,
- výnosy z uskladnění masa = 2000 tis. kg/rok * 11 Kč/kg.

Náklady jsou součtem následujících hodnot, přičemž mzdové náklady, náklady na materiál, energii a na uskladněné maso jsou opět ročně upravovány o předpokládanou inflaci ve výši 3%. Odpisování je rovnoměrné.

- mzdové náklady = 6800 tis. Kč/rok,
- materiál a energie = 5200 tis. Kč/rok,
- odpisy,
- náklady na uskladněné maso (obal a manipulace) = 2000 tis. kg/rok * 1 Kč/kg.

Výpočet VVP projektu č. 1

Jako první byla zvolena diskontní sazba ve výši 10 %. Výsledkem výpočtu (od diskontovaných peněžních příjmů jsou odečteny kapitálové výdaje) je čistá současná hodnota ve výši 16966254,1 Kč. Tato hodnota je kladná (diskontované peněžní příjmy jsou vyšší než kapitálový výdaj), a proto byla zvolena vyšší diskontní sazba 20 %. V tomto případě vyšla čistá současná hodnota ve výši -14088395,- Kč, to znamená, že diskontované peněžní příjmy již jsou nižší než kapitálový výdaj a je možné vypočítat vnitřní výnosové procento.

$$VVP = 10 + \frac{16966254,1}{16966254,1 + 14088395} (20 - 10)$$

$$VVP = 15,46\%$$

Výsledné vnitřní výnosové procento investičního projektu č. 1 tedy činí 15,46 %.

Výpočet ČSH projektu č. 1

Pro výpočet ČSH investičních projektů budou, jako diskontní sazba, použity průměrné náklady podnikového kapitálu, které byly již vypočítány. Vzhledem k tomu, že průměrné náklady byly počítány pro tři varianty lišící se ve skladbě zdrojů financování, musíme i ČSH spočítat pro tři tyto varianty. 1. a 2. varianta mají v podstatě totožné průměrné náklady na kapitál (11,98 % a 11,96 %, tj. cca 12 %), proto výsledky ČSH jsou v podstatě stejné.

Výpočet čisté současné hodnoty investičního projektu č. 1:

- varianta č. 1 a č. 2: ČSH = 9 593 058 Kč,
- varianta č. 3: ČSH = 8 060 559 Kč.

Projekt č. 2: Budova pro mrazírnu

Výpočet peněžních toků plynoucích z investice v jednotlivých letech její životnosti

Pro výpočet VVP a ČSH investičního projektu č. 2 nejprve opět potřebujeme vypočítat peněžní toky plynoucí z investice v jednotlivých letech její životnosti. Kapitálový výdaj je známý a pro projekt č. 2 činí 160 mil. Kč.

Výpočet peněžních toků v jednotlivých letech je uveden v tabulce 7-2.4.

Rok	Výnosy	Náklady	Zisk	Daň (31%)	Zisk po zdanění	Odpisy	Peněžní tok
1	40000000	14240000	25760000	7985600	17774400	2240000	20014400
2	41200000	17800000	23400000	7254000	16146000	5440000	21586000
3	42436000	18170800	24265200	7522212	16742988	5440000	22182988
4	43709080	18552724	25156356	7798470	17357886	5440000	22797886
5	45020352	18946106	26074247	8083016	17991230	5440000	23431230
6	46370963	19351289	27019674	8376099	18643575	5440000	24083575
7	47762092	19768628	27993464	8677974	19315490	5440000	24755490
8	49194955	20198486	28996468	8988905	20007563	5440000	25447563
9	50670803	20641241	30029562	9309164	20720398	5440000	26160398
10	52190927	21097278	31093649	9639031	21454618	5440000	26894618
11	53756655	21566997	32189659	9978794	22210864	5440000	27650864
12	55369355	22050806	33318548	10328750	22989798	5440000	28429798
13	57030435	22549131	34481305	10689204	23792100	5440000	29232100
14	58741349	23062405	35678944	11060473	24618471	5440000	30058471
15	60503589	23591077	36912512	11442879	25469633	5440000	30909633

16	62318697	24135609	38183088	11836757	26346330	5440000	31786330
17	64188258	24696477	39491780	12242452	27249328	5440000	32689328
18	66113905	25274172	40839734	12660317	28179416	5440000	33619416
19	68097322	25869197	42228126	13090719	29137407	5440000	34577407
20	70140242	26482073	43658169	13534033	30124137	5440000	35564137
21	72244449	27113335	45131115	13990646	31140469	5440000	36580469
22	74411783	27763535	46648248	14460957	32187291	5440000	37627291
23	76644136	28433241	48210895	14945378	33265518	5440000	38705518
24	78943460	29123038	49820422	15444331	34376091	5440000	39816091
25	81311764	29833529	51478235	15958253	35519982	5440000	40959982
26	83751117	30565335	53185782	16487592	36698190	5440000	42138190
27	86263651	31319095	54944555	17032812	37911743	5440000	43351743
28	88851560	32095468	56756092	17594389	39161704	5440000	44601704
29	91517107	32895132	58621975	18172812	40449163	5440000	45889163
30	94262620	33718786	60543834	18768589	41775246	5440000	47215246

Tabulka 7-2.4: Výpočet peněžních toků z projektu č. 2

Výnosy byly vyčísleny na základě odhadu vedení podniku, kolik by bylo možné získat za pronájem budovy, kdyby v ní nebyla umístěna vlastní výroba podniku. Bylo odhadnuto, že tento výnos by měl činit 40 mil. Kč ročně. Tato částka je opět ročně upravována o předpokládanou inflaci 3 %.

Náklady této investice činí 12 mil. Kč ročně. Do této sumy jsou zahrnuty náklady na média, údržbu a obsluhu. K těmto nákladům jsou ještě přičteny odpisy (odpisování je rovnoměrné). Náklady na média, údržbu a obsluhu rovněž upravujeme o roční inflaci 3 %.

Výpočet VVP projektu č. 2

Stejně jako v předchozím případě byla jako první zvolena diskontní sazba ve výši 10 %. Při této úrokové sazbě je čistá současná hodnota vyšší než kapitálový výdaj (ČSH = 92603329,78 Kč), proto byla zvolena vyšší úroková sazba 20 %. Pro tuto úrokovou sazbu je již čistá současná hodnota nižší než kapitálový výdaj (ČSH = -39945214,- Kč).

$$VVP = 10 + \frac{92603329,78}{92603329,78 + 39945214} (20 - 10)$$

$$VVP = 16,99\%$$

Vnitřní výnosové procento projektu č. 2 tedy činí 16,99 %.

Výpočet ČSH projektu č. 2

Výsledky jsou následující:

- varianta č. 1 a č. 2: ČSH = 49 973 568 Kč,

- varianta č. 3: ČSH = 42 191 777 Kč.

Projekt č. 3: Technologie pro výrobu uzenin a balička uzenin

Výpočet peněžních toků plynoucích z investice v jednotlivých letech její životnosti

Stejně jako u předchozích projektů nejprve zjistíme peněžní toky plynoucí z investice v jednotlivých letech její životnosti. Kapitálový výdaj činí 200 mil. Kč na technologii pro výrobu uzenin, 8 mil. Kč na baličku a v tomto případě je třeba kapitálový výdaj snížit o prodejní cenu stávajícího zařízení, které bude novou investicí nahrazeno. Tato cena bude 30 mil. Kč. Celkem tedy kapitálový výdaj na projekt č. 3 činí 178 mil. Kč.

Jednotlivé veličiny pro výpočet peněžních toků a jejich výsledky jsou uvedeny v tabulce 7-3.5:

Rok	Výnosy	Náklady	Zisk	Daň (31%)	Zisk po zdanění	Odpisy	Peněžní tok
1	263339680	261276443	20632370	6396035	14236335	17680000	31916335
2	302840632	301926779	9138525	2832943	6305583	38064000	44369583
3	348266726	346618234	16484919	5110325	11374594	38064000	49438594
4	400506735	395476785	50299503	1559284	34706657	38064000	72770657
5	460582746	451534702	90480440	2804893	62431504	38064000	100495504
6	529670158	515865782	138043757	4279356	95250192	38064000	133314192

Tabulka 7-3.5: Výpočet peněžních toků z projektu č. 3

Výnosem jsou tržby, které podnik získá za prodej výrobků. Tržby ročně zvyšujeme o 15% (12% předpokládaný růst produkce, 3% předpokládaná výše inflace).

Náklady mají následující skladbu:

- materiálové náklady = cca 2,1 mld. Kč ročně,
- osobní náklady = cca 184 mil. Kč ročně,
- služby = cca 150 mil. Kč ročně,
- odpisy,

- ostatní provozní náklady = cca 84 mil ročně,
- náklady na balení (obal, mzdy a odpisy baličky) = 3 Kč/kg balené uzeniny * 50000 kg/den v prvním roce; v dalších letech se náklady za 1 kg krájené uzeniny postupně zvyšují na 4 Kč za 1 kg a 5 Kč za 1 kg; objem balené uzeniny se ročně zvyšuje o 12 %, souběžně s růstem produkce výroby uzenin.

Materiálové a osobní náklady rovněž zvyšujeme ročně o 15 % (12 % v důsledku zvýšené produkce, 3 % v důsledku inflace). Odpisování je rovnoměrné. Ostatní provozní náklady a služby rostou se zvyšováním produkce pomaleji, a proto je ročně zvyšujeme pouze o 5 % (3 % předpokládaná inflace, 2 % v důsledku zvýšení produkce).

Výpočet VVP projektu č. 3

Jako první byla opět zvolena diskontní sazba ve výši 10 %. Výsledkem je čistá současná hodnota ve výši 112183400,- Kč (diskontované peněžní příjmy jsou vyšší než kapitálový výdaj), proto je třeba výpočet opakovat s vyšší diskontní sazbou 30 %. Pro ni již jsou diskontované peněžní příjmy nižší než kapitálový výdaj, čistá současná hodnota činí -24527087,9 Kč.

$$VVP = 10 + \frac{112183400}{112183400 + 24527087,9} (30 - 10)$$

$$VVP = 26,41\%$$

Vnitřní výnosové procento investičního projektu č. 3 činí 26,41 %.

Výpočet ČSH projektu č. 3

ČSH pro jednotlivé varianty jsou následující:

- varianta č. 1 a č. 2: ČSH = 91 869 337 Kč,
- varianta č. 3: ČSH = 87 672 976 Kč.

Projekt č. 4: Budova pro výrobu uzenin

Výpočet peněžních toků plynoucích z investice v jednotlivých letech její životnosti

Nejprve tedy opět vypočítáme peněžní toky plynoucí z investice v jednotlivých letech; kapitálový výdaj činí 150 mil. Kč.

Výpočet peněžních toků z investice je uveden v tabulce 7-3.6:

Rok	Výnosy	Náklady	Zisk	Daň (31%)	Zisk po zdanění	Odpisy	Peněžní tok
1	60000000	27100000	32900000	10199000	22701000	2100000	24801000
2	61800000	30850000	30950000	9594500	21355500	5100000	26455500
3	63654000	31622500	32031500	9929765	22101735	5100000	27201735
4	65563620	32418175	33145445	10275088	22870357	5100000	27970357
5	67530528	33237720	34292808	10630770	23662037	5100000	28762038
6	69556444	34081851	35474592	10997123	24477468	5100000	29577468
7	71643137	34951307	36691830	11374467	25317363	5100000	30417363
8	73792431	35846846	37945585	11763131	26182453	5100000	31282454
9	76006204	36769252	39236952	12163455	27073497	5100000	32173497
10	78286391	37719329	40567061	12575789	27991272	5100000	33091272
11	80634982	38697909	41937073	13000492	28936580	5100000	34036581
12	83054032	39705846	43348185	13437937	29910248	5100000	35010248
13	85545653	40744022	44801631	13888505	30913125	5100000	36013125
14	88112022	41813342	46298680	14352590	31946089	5100000	37046089
15	90755383	42914743	47840640	14830598	33010041	5100000	38110041
16	93478045	44049185	49428859	15322946	34105913	5100000	39205913
17	96282386	45217660	51064725	15830064	35234660	5100000	40334661
18	99170857	46421190	52749667	16352396	36397270	5100000	41497270
19	102145984	47660826	54485157	16890398	37594758	5100000	42694758
20	105210363	48937651	56272711	17444540	38828171	5100000	43928171
21	108366674	50252780	58113893	18015306	40098586	5100000	45198586
22	111617674	51607364	60010310	18603196	41407113	5100000	46507114
23	114966205	53002585	61963619	19208722	42754897	5100000	47854897
24	118415191	54439662	63975527	19832413	44143114	5100000	49243114
25	121967646	55919852	66047793	20474816	45572977	5100000	50672977
26	125626676	57444448	68182227	21136490	47045737	5100000	52145737
27	129395476	59014781	70380694	21818015	48562679	5100000	53662679
28	133277340	60632225	72645115	22519985	50125129	5100000	55225129
29	137275661	62298191	74977468	23243015	51734453	5100000	56834453
30	141393930	64014137	77379792	23987735	53392057	5100000	58492057

Tabulka 7-3.6: Výpočet peněžních toků z projektu č. 4

Výnosy jsou stejně jako u budovy pro mrazírnu (projekt č. 2) odhadem tržní ceny, za kterou by bylo možné investici pronajmout v případě, že by zde nebyla umístěna vlastní výroba. Výnosy jsou rovněž upravovány o předpokládanou inflaci ve výši 3 %.

Náklady činí 25 mil. Kč a skládají se z nákladů na média, údržbu a obsluhu. K této částce jsou přičteny odpisy (rovnomměrné odpisování). Variabilní náklady (25 mil. Kč) upravujeme o předpokládanou roční inflaci 3 %.

Výpočet VVP projektu č. 4

Čistá současná hodnota pro první zvolenou diskontní sazbu ve výši 10 % činí 161067996,5 Kč, tedy diskontované peněžní příjmy jsou vyšší než kapitálový výdaj. Proto je třeba zvýšit diskontní sazbu, a to např. na výši 20 %. Pro tuto sazbu již jsou diskontované peněžní příjmy nižší než kapitálový výdaj (čistá současná hodnota činí -2297083,2 Kč).

$$VVP = 10 + \frac{161067996,5}{161067996,5 + 2297083,2} (20 - 10)$$

$$VVP = 19,86\%$$

Vnitřní výnosové procento projektu č. 4 činí tedy 19,86 %.

Výpočet ČSH projektu č. 4

ČSH pro jednotlivé varianty jsou následující:

- varianta č. 1 a č.2: ČSH = 108 498 664 Kč

- varianta č. 3: ČSH = 98 904 798 Kč.

Projekt č. 5: Linka na krájení uzenin s balením

Výpočet peněžních toků plynoucích z investice v jednotlivých letech její životnosti

Kapitálový výdaj činí 25 mil. Kč a výpočet peněžních toků v jednotlivých letech životnosti investice je uveden v tabulce 7-3.7:

Rok	Výnosy	Náklady	Zisk	Daň (31%)	Zisk po zdanění	Odpisy	Peněžní tok
1	7800000	7592000	208000	64480	143520	2125000	2268520
2	24102000	23459280	642720	199243	443476	4575000	5018476
3	41375100	40271764	1103336	342034	761301	4575000	5336301
4	63924529	62219875	1704654	528442	1176211	4575000	5751211
5	87789687	85448628	2341058	725728	1615330	4575000	6190330
6	90423377	88012087	2411290	747499	1663790	4575000	6238790

Tabulka 7-3.7: Výpočet peněžních toků z projektu č. 5

Výnosy jsou vyčísleny takto: 75 Kč/kg krájené uzeniny * 2000 kg/týden, přičemž výkon se z 2000 kg/týden postupně zvyšuje na 6000 kg, 10000 kg, 15000 kg a konečných 20000 kg. Výnosy ročně upravujeme o předpokládanou inflaci 3%.

Náklady jsou součtem:

- nákladů na krájení (obal, odpisy linky, mzdy) = 13 Kč/kg * 2000 kg/týden v prvním roce, postupně se výkon zvyšuje jak už jsem uvedla výše,
- nákladů na nákup materiálu na krájení = 60 Kč/kg * 2000 kg/týden v prvním roce, dále se výkon zvyšuje.

Náklady rovněž upravujeme o 3 % roční inflace.

Výpočet VVP projektu č. 5

Nyní tedy budeme peněžní toky plynoucí z investice v jednotlivých letech opět diskontovat. Jako první byla zvolena diskontní sazba ve výši 5 %. V takovém případě byla čistá současná hodnota ve výši 559402,5967 Kč. Je tedy třeba zvolit vyšší diskontní sazbu, a to např. ve výši 10 %. Nyní už je čistá současná hodnota záporná a dosahuje výše -3 487 467,88 Kč.

$$VVP = 5 + \frac{559402,5967}{559402,5967 + 3487467,88} (10 - 5)$$

$$VVP = 5,69\%$$

Vnitřní výnosové procento projektu č. 5 je 5,69%.

Výpočet ČSH projektu č. 5

ČSH jednotlivých variant jsou následující:

- varianta č. 1 a č. 2: ČSH = - 4 847 241 Kč
- varianta č. 3: ČSH = - 5 129 389 Kč.

Rekapitulace výsledků metod VVP a ČSH:

Srovnání projektů pomocí vnitřního výnosového procenta:

Projekt č. 3 – výnosnost 26,41%,

Projekt č. 4 – výnosnost 19,86%,

Projekt č. 2 – výnosnost 16,99%,

Projekt č. 1 – výnosnost 15,46%,

Projekt č. 5 – výnosnost 5,69%.

Přijatelnost projektů lze odvodit od výše alternativních příležitostí podniku pro investování při stejné výši rizika. Je zřejmé, že výnosnost projektu č. 5 v podstatě odpovídá možnosti uložit tyto peníze na termínovaný účet v bance při nízkém riziku nebo koupit podílové listy otevřených podílových fondů s velkou likviditou investice. Výnosnost neodpovídá ani nákladům na financování podnikového kapitálu.

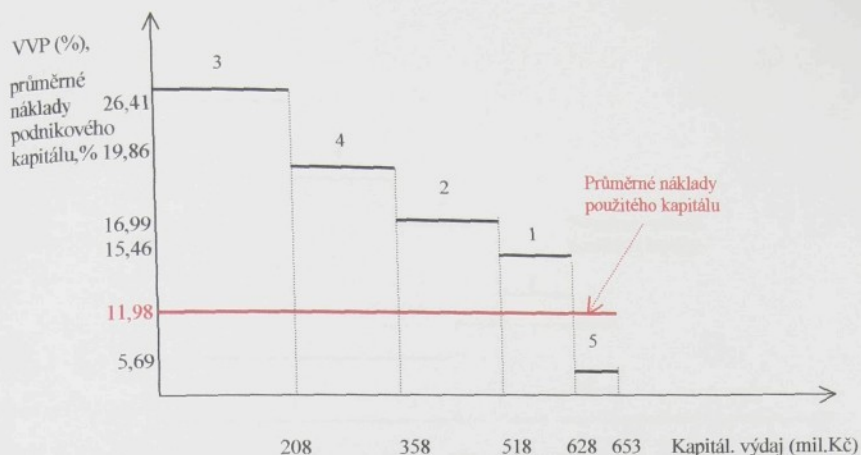
Stejný závěr vyplynul i z výsledků metody ČSH, kdy výše čistých současných hodnot pro všechny uvažované varianty pro projekt č. 5, vyšly záporné, což značí, že podnik by přijetím tohoto projektu nevydělal ani tolik, kolik by do něj vložil.

O přijetí ostatních projektů je nutné rozhodnout na základě výše průměrných nákladů podnikového kapitálu, které podnik ponese pokud se rozhodne tyto investiční projekty realizovat a financovat z dostupných zdrojů. Rozhodnutí o optimální výši kapitálových výdajů lze přijmout na základě výpočtu mezních průměrných nákladů kapitálu.

Optimální výše kapitálových výdajů

Varianta č. 1

Abychom mohli určit, které projekty by podnik měl přijmout a jaká je optimální výše kapitálových výdajů, potřebujeme spojit výsledky výpočtů vnitřních výnosových procent jednotlivých investičních projektů a výsledkem výpočtu průměrných nákladů použitého kapitálu (mezních průměrných nákladů kapitálu). To lze provést v jednoduchém grafu. Průměrné náklady použitého kapitálu činí 11,98 %.

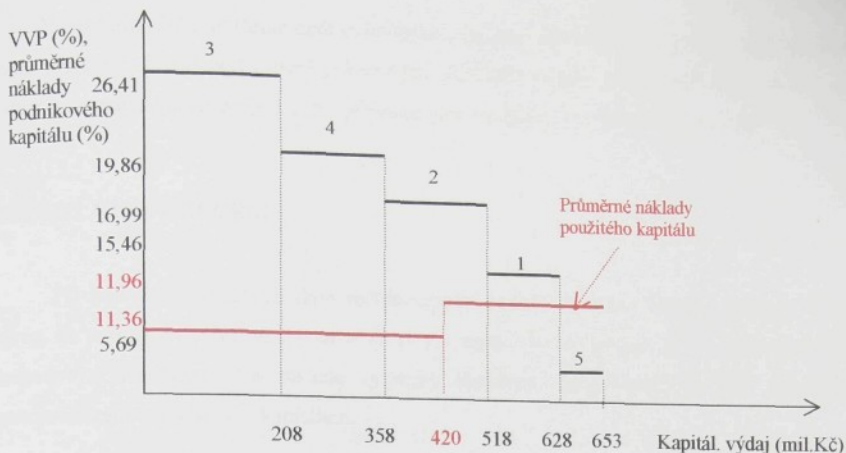


Obrázek 7-3.1: Průměrné náklady podnikového kapitálu a vnitřní výnosová procenta jednotlivých investičních projektů (varianta č. 1)

Na obrázku 7-3.1 vidíme, že investiční projekt č. 5 leží pod úrovní průměrných nákladů použitého kapitálu. To znamená, že přijetím tohoto projektu by podnik nezískal ani tolik finančních prostředků, kolik vydá. Proto musíme podniku doporučit, projekt č. 5 při takových podmínkách nepřijímat, čímž se potvrzuje náš závěr z hodnocení pomocí metod VVP a ČSH. Optimální výše kapitálových výdajů činí 628 mil. Kč.

Variantu č. 2

Nejpřehlednějším vyjádřením toho, které projekty by podniku přinesly zvýšení jeho tržní hodnoty při financování podle varianty č. 2, bude opět vyjádření grafické (obrázek 7-3.2):

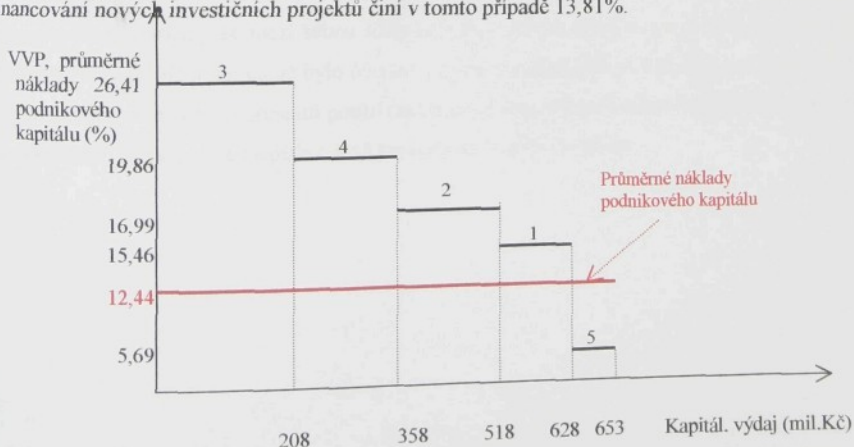


Obrázek 7-3.2: Průměrné náklady podnikového kapitálu a vnitřní výnosová procenta jednotlivých investičních projektů (varianta č. 2)

Stejně jako v předchozím případě vychází pro podnik nepřijatelný pouze investiční projekt č. 5. Optimální výše kapitálových výdajů je opět 628 mil. Kč. Do výše 420 mil. Kč výdajů byly průměrné náklady na kapitál, kterým lze projekty financovat nejnižší.

Variantu č. 3

I v této variantě potřebujeme znát, které z plánovaných investičních projektů jsou pro podnik přijatelné, a které naopak nepřijatelné. Průměrné náklady kapitálu použitého na financování nových investičních projektů činí v tomto případě 13,81%.



Obrázek 7-3.3: Průměrné náklady podnikového kapitálu a vnitřní výnosová procenta jednotlivých investičních projektů (varianta č. 3)

Na obrázku 7-3.3 můžeme opět vidět stejnou situaci, jako v předchozích dvou případech. Pouze projekt č. 5 leží pod úrovní průměrných nákladů kapitálu, takže opět můžeme říci, že podnik by neměl přijímat projekt č. 5 a přijmout vyšší kapitálových výdajů 628 mil. Kč.

SHRNUTÍ A DOPORUČENÍ

Při hodnocení současné ekonomické situace podniku pomocí finanční analýzy vyšlo najevo, že podnik je velmi zadlužen a že pouze malá část ze stálých aktiv je financována dlouhodobým kapitálem. Na základě výsledků ukazatelů zadluženosti lze dále doporučit financování zejména vlastním kapitálem.

Další doporučení pro podnik vyplynulo z výsledků hodnocení efektivnosti investičních projektů pomocí metod vnitřního výnosového procenta a čisté současné hodnoty. Investiční projekt č. 5 má jednak velmi nízké vnitřní výnosové procento a jednak i zápornou čistou současnou hodnotu. Z toho vyplývá, že přijetím a provozováním investičního projektu č. 5 by podnik nezískal ani tolik finančních prostředků, kolik by na něj vydal.

Po propočtu mezních průměrných nákladů kapitálu a po jejich srovnání s vnitřními výnosovými procenty jednotlivých investičních projektů se potvrdilo, že podnik by neměl přijímat investiční projekt č. 5.

Optimální vyšší kapitálových výdajů u všech třech variant financování je v případě zamýšlených investičních projektů součet výdajů na první čtyři projekty.

V případové studii byly uvažovány tři varianty financování nových investičních projektů. Tyto varianty se mezi sebou lišily skladbou zdrojů financování nových investičních projektů. Na základě toho, co už bylo uvedeno, je třeba podniku doporučit, aby pro financování svých nových investičních projektů použil takovou skladbu zdrojů financování, která je uvedena ve variantě č. 3. Tím by se zlepšila cílová kapitálová struktura podniku.

7.4 Případová studie: Financování investičního záměru

Zadání: Navrhněte financování investičního záměru, který bude realizovat společnost XYZ, a.s. v období květen 2000 – listopad 2001. Rozhodnutí je přijímáno v lednu 2000.

Charakteristika společnosti XYZ, a.s.

Společnost XYZ je akciovou společností, jejímž předmětem podnikání je stavební činnost a to především výstavba objektů pozemního, průmyslového a inženýrského stavitelství, ekologických staveb, rekonstrukce historických staveb, opravy a údržba stavebního fondu a další inženýrské, projektové a investorské činnosti spojené s výstavbou. Společnost působí na celém území ČR, částečně i v zahraničí.

Popis investičního záměru společnosti

Cílem investičního záměru je realizace výstavby polyfunkčního objektu s převládajícím komerčním a administrativním charakterem, který je doplněn o funkci bydlení. Stavební program objektu je adekvátní atraktivitě pozemku, který je v současné době majetkem společnosti. Po projednání s investorem byla stanovena lhůta výstavby v délce 19 měsíců. Výdaje spojené s realizací výstavby se odhadují na 220 000 000,- Kč.

Posouzení celkové finanční situace firmy

V tabulce 7-4.1 jsou uvedeny nejdůležitější ukazatele finanční analýzy hospodaření podniku v období let 1996-1999 a hodnoty ukazatelů za odvětví.

	1996	1997	1998	1999	Odv. 98	Odv. 99
ROA	4,04 %	8,49 %	7,47 %	36,58 %	3,68%	6,13%
ROE	29,68 %	37,99 %	42,21 %	47,38 %	-2,23%	7,05%
ROI	2,21 %	5,28 %	4,64 %	24,25 %	-	-
Obrat celkových aktiv	1,815	2,894	0,961	3,180	1,44	1,53
Obrat stálých aktiv	14,891	14,619	9,287	13,851	-	-
Doba obratu zásob	105,1	32,69	116,96	37,63	71,7	63,37
Doba obratu pohledávek	29,88	25,65	90,80	14,15	72,83	68,97
Doba splatnosti závazků	179,24	104,24	328,78	49,06	122,46	117,37
Celková zadluženost	0,91	0,84	0,87	0,45	0,73	0,71
Míra zadluženosti	12,27	6,06	7,99	0,87	-	-
Nákladové úroky (v tis. Kč)	1.308	457	18	1	-	-
Úrokové krytí	11,027	56,790	2660,178	169,138	1,37	2,84
Běžná likvidita	0,97	0,94	1,02	1,77	1,1	1,13
Pohotová likvidita	0,36	0,62	0,66	1,01	0,61	0,64
Okamžitá likvidita	0,22	0,38	0,39	0,72	0,1	0,11
Pracovní kapitál I. (v tis. Kč)	-9.573	-15.085	9.633	154.975	-	-
Index IN	-	-	293,9	18,6	-	-

Tabulka 7-4.1: Ukazatele finanční analýzy hospodaření podniku XYZ, a.s. v letech 1996-1999 a ukazatele za odvětví

V jednotlivých letech docházelo k výraznému nárůstu výnosů v souladu s rozvojovými záměry společnosti. Celkové výnosy tak v roce 1999 vzrostly oproti roku 1996 téměř dvojnásobně. Současně s růstem výnosů dochází v jednotlivých letech ke zvyšování celkových nákladů, přičemž je však každoročně dosahováno většího čistého zisku. Čistý zisk se tak za poslední 4 roky zvýšil téměř 15násobně. Ve srovnání s odvětvovým průměrem, kde se čistý zisk pohybuje dokonce v záporných číslech je to pozitivní výsledek. Jak je z tabulky 1 patrné, jednotlivé ukazatele rentability měly v posuzovaných letech stoupající tendenci a ve srovnání s konkurencí v odvětví dosahovaly ukazatele až několikanásobně vyšších hodnot. Znamená to, že společnost umí velmi efektivně využít veškeré zdroje, které v podniku jsou – jak vlastní, tak i cizí – a dovede je navíc využívat lépe než konkurence. To samozřejmě působí kladně na případné investory – banky, obchodní věřitele, ale i možné nové akcionáře, kteří by firmě poskytlí své finanční zdroje.

Jak obrat celkových, tak i obrat stálých aktiv a jejich vývoj v čase ukazuje, že společnost umí velmi efektivně využívat svůj majetek k produkci peněz a dalšímu rozvoji. Vývoj ukazatelů aktivity v jednotlivých letech ovlivňuje především objem nedokončené výroby, rozestavěných staveb čekajících na dokončení a předání a s nimi spojené zálohy, které společnost XYZ od svých zákazníků při výstavbě požaduje. Nedokončená výroba ovlivňuje především dobu obratu zásob a přijaté zálohy, které se společnosti XYZ promítnou jako závazky, ovlivňuje zase dobu splatnosti závazků. Vývoj ukazatele doby obratu pohledávek je zase ovlivněna výší záloh, které společnost poskytla svým dodavatelům. Pokud se vezmou v úvahu všechny výše zmíněné

skutečnosti, lze obecně konstatovat, že vývoj ukazatelů je pozitivní a srovnání s odvětvím tuto skutečnost jen potvrzuje.

Celkovou zadluženost, ale také ukazatel míry zadluženosti, ovlivňují cizí zdroje, ve kterých jsou u společnosti XYZ zastoupeny především krátkodobé závazky. Protože společnost nemá žádné dlouhodobé závazky, a protože krátkodobé závazky jsou z velké části tvořeny přijatými zálohami, lze se na vývoj ukazatele dívat jako na vývoj pozitivní. Pokud by se celková zadluženost posuzovala navíc s ohledem na hodnoty ukazatele ROA, bylo by možné konstatovat, že společnost dovede cizí kapitál využívat ke zvyšování zisků, což je z dlouhodobého hlediska pozitivní. Z dlouhodobého hlediska management společnosti preferuje použití vlastních zdrojů před cizími zdroji (proto společnost nemá žádné dlouhodobé závazky). Zároveň však má firma otevřenou cestu ke všem cizím zdrojům – nízká zadluženost znamená pro investory a věřitele malé riziko.

Likviditu všech stupňů ve jmenovateli ovlivňuje výše krátkodobých závazků. I zde je proto nutné mít na paměti skutečnost, že většinu krátkodobých závazků tvoří zálohy přijaté od odběratelů, které jsou spojeny s nedokončenou výrobou, a které společnost od svých zákazníků vyžaduje. Pokud by se tedy přihlédlo k této skutečnosti, lze vývoj běžné, pohotové i okamžité likvidity označit za pozitivní, protože vykazuje v jednotlivých letech stoupající tendenci, a jejich hodnoty dosahují vyšší výše než hodnoty podniků v odvětví. Společnost nemá problémy s uhrazováním svých závazků a ani v případě vyššího zadlužení by neměla mít problémy se splácením.

Financování podnikových investic

Kritéria pro porovnávání jednotlivých zdrojů

Management společnosti XYZ se při výběru nejvhodnějšího zdroje pro financování daného investičního záměru zaměřuje především na následující skutečnosti (kritéria seřazena podle důležitosti pro management a vlastníky podniku):

- vybraný zdroj musí být pořízen s co nejnižšími celkovými náklady (v úvahu je nutné vzít i náklady spojené se získáním zdroje, jako jsou emisní náklady, poplatky bance apod.),
- získání zdroje by nemělo mít vliv na počet, strukturu a současnou výši vkladů akcionářů, kteří mají právo hlasovat na valné hromadě a tím kontrolovat chod společnosti,

- zdroj by měl být splatný v dostatečně dlouhé době vzhledem ke kapitálovému výdaji spojenému s investicí (jako minimální doba splatnosti je považována doba 6 let),
- zdroj by měl být k dispozici v co nejkratším čase po začátku jednání o jeho získání (vzhledem k brzkému začátku výstavby nejlépe do 2 měsíců od započetí jednání o získání zdroje),
- podmínky, za kterých je zdroj získán a čerpán by měly být co nejvýhodnější – nízká administrativa spojená se získáním zdroje, možnost změny splátkových plánů, odkladů plateb, dobrá spolupráce s poskytovatelem zdrojů apod.

Všechny výše uvedené skutečnosti (kritéria) je nutné mít při porovnávání jednotlivých zdrojů na paměti. Za nejdůležitější z výše uvažovaných kritérií lze však považovat požadavek dosažení co nejnižších nákladů kapitálu (nákladovosti zdroje). Proto je při rozhodování mezi různými zdroji nutné se těmito náklady zabývat.

Na tomto místě je třeba si uvědomit skutečnost, že společnost XYZ nemusí volit při financování zamýšleného investičního záměru jen jeden typ zdroje, nýbrž může zvolit některou jejich vhodnou kombinaci.

Vlastní zdroje financování

Vklady vlastníků

Základní kapitál akciové společnosti XYZ je v současné době rozdělen na 372 ks akcií na jméno o jmenovité hodnotě 100 000,- Kč. Tyto akcie jsou převoditelné jen se souhlasem představenstva společnosti. Více než 60 % těchto akcií je majetkem členů představenstva, ti tedy mají ve firmě rozhodující vliv. Další akcie vlastní většinou vedoucí zaměstnanci společnosti, část akcií vlastní veřejnost. Akcie nejsou veřejně obchodovatelné. Prozatím nebyly vydány žádné prioritní ani zaměstnanecké akcie.

Pokud by se podnik rozhodl financovat daný investiční záměr zvýšením základního kapitálu (emisí nových akcií), znamenalo by to vzít v úvahu následující skutečnosti. Vzhledem k podmínce současných akcionářů, aby získání zdroje nemělo vliv na počet, strukturu a výši současných vkladů současných vlastníků (akcionářů) společnosti, kteří mají hlasovací právo a tím kontrolují hospodaření společnosti, lze vyloučit možnost financování prostřednictvím emise kmenových akcií.

Z obchodního zákoníku plyne, že statuty společnosti mohou určit také vydání prioritních akcií, s nimiž není spojeno hlasovací právo na valné hromadě. Tato možnost financování je tedy z tohoto pohledu přijatelná.

Aby společnost získala finanční zdroje o celkové hodnotě 220 mil. Kč, mohla by volit různé cesty emise nových akcií. Pokud by uvažovala o emisi akcií za jejich nominální hodnotu, mohla by např. emitovat 22 000 kusů prioritních akcií o nominální hodnotě 10.000,- Kč, popř. 2 200 kusů akcií o nominální hodnotě 100 000,- Kč.

Vzhledem k situaci v podniku lze uvažovat o emisi akcií o emisním kursu akcií vyšším než je jejich nominální hodnota. V tomto případě by společnost mohla emitovat např. 2 000 ks akcií o nominální hodnotě 100 000,- Kč, za emisní kurs 110 000,- Kč. Zvýšený základní kapitál by v tomto posledním případě činil 200 mil. Kč a emisní ážio 20 mil. Kč, celkem tedy 220 mil. Kč. Tato možnost se s přihlédnutím k dobré finanční situaci firmy jeví jako nejlepší.

Novým akcionářům by byla nabídnuta dividenda o velikosti max. 15% emisního kursu, což představuje vyplacení 16.500,- Kč na jednu akcii každý rok. Celkem by tedy podnik musel na dividendách každoročně novým akcionářům vyplácet 33 000 000,- Kč ($= 2\,000 \cdot 16\,500$). Tyto v budoucnu vyplácené dividendy je však třeba diskontovat na jejich současnou hodnotu. Výpočet současné hodnoty v budoucnu vyplácených hodnot lze vyjádřit:

$$PVD_t = \frac{D_t}{(1+i)^t} \quad (7-4.1)$$

kde: PVD_t = současná hodnota odměny (dividendy) vyplácené v roce t ,

D_t = souhrnná výše odměny vyplacená akcionářům v t -ém roce financování,

i = diskontní úroková míra, kterou nabízí alternativní uložení peněz

Diskontní míra, kterou nabízí alternativní způsob uložení peněz (např. na termínovaný vklad) bude, stejně jako v následujících příkladech, uvažována ve výši $i \approx 6,0\%$ p.a..

Akcie nemají splatnost k určitému datu, proto pro současnou hodnotu celkové výše v budoucnu vyplácených odměn vypočítáme pomocí perpetuity:

$$PVD = \frac{D}{i} \quad (7-4.2)$$

Celková výše současných hodnot v budoucnu vyplácených odměn je pak rovna:

$$550\,000\,000,- \text{ Kč}$$

Aby byly zohledněny veškeré peněžní toky související s použitím tohoto zdroje financování, je nutné vzít v úvahu také to, že společnost XYZ bude postavenou nemovitost v budoucnu odepisovat a že odpisy z hmotného majetku si firma může dát do daňových nákladů.

V případě nemovitosti je možné si dát odpisy do nákladů až po dni, kdy je nemovitost evidována jako majetek společnosti – tedy po dni, kdy byla nemovitost zapsána do Katastru nemovitostí. Jelikož je termín ukončení výstavby plánovaný na listopad 2001, je předpoklad, že

ke kolaudaci budovy a k zapsání této nemovitosti do Katastru nemovitostí dojde nejdříve v lednu 2002. Nemovitost bude tedy možné odepisovat až na začátku roku 2002. Pro zjednodušení bude za začátek odepisování považován leden 2002.

Společnost XYZ volí u nemovitostí nejčastěji formu zrychleného odepisování, doba odepisování 30 let (příloha II.) Protože si společnost může dát v jednotlivých letech životnosti nemovitosti odpisy do svých daňových nákladů, musí se vzít v úvahu daňové úspory, které z toho plynou. Tyto daňové úspory však budou aktuální až v budoucnu (po roce 2002), a proto je třeba jejich výši převést na současnou hodnotu. Výpočet výše daňových úspor v jednotlivých letech a jejich převod na současnou hodnotu obsahuje tabulka č.2 v příloze 7-4.II. Jak je z tabulky v příloze zřejmé, suma současných hodnot daňových úspor je 32 950 512,- Kč.

Tuto částku je nyní nutné odečíst od celkové výše současných hodnot v budoucnu vyplácených odměn, čímž se dojde ke skutečné výši peněžních toků, které s použitím tohoto zdroje financování souvisí. Platí: $550\,000\,537 - 32\,950\,512 = 517\,050\,025,-$ Kč

Zisk

Rovněž tento zdroj je získáván s určitými náklady. Jejich výši lze vypočíst aplikací teorie nákladů příležitosti. Tím, že společnost nerozdělí zisk a použije jej jako zdroj financování, vzdávají se stávající akcionáři příležitosti vyplatit si nyní zisk ve formě dividend ve prospěch jeho použití ve formě dalšího investování. Podíl budoucích dividend, jež bude muset společnost vyplácet akcionářům na emisním kursu akcie je právě nákladem nerozděleného zisku. Tento podíl lze vyjádřit vzorcem ve tvaru:

$$NZ_k = \frac{D_k}{P_0} \quad (7-4.3)$$

kde: NZ_k = náklady nerozděleného zisku v k-tém roce financování,

D_k = dividendy v k-tém roce financování

P_0 = emisní kurs akcie

Z tohoto důvodu je nutné stanovit náklady tohoto zdroje, které odpovídají požadované výši odměn vyplácených společníkům v jednotlivých letech za to, že se nyní vzdají zisku. Tato výše odměn by byla zohledněna následujícími skutečnostmi.

V roce 1997 dosahoval základní kapitál hodnoty 3 720 000,- Kč. Za tento rok se v roce 1998 vyplácely dividendy ve výši 15 % nominální hodnoty akcií (nominální hodnota akcie byla 10 000,- Kč) v celkové výši 558 000,- Kč. V roce 1998 byl základní kapitál společnosti zvýšen na 14 880 000,- Kč. Toto navýšení základního kapitálu bylo provedeno použitím nerozděleného zisku z předešlého roku. Nominální hodnota akcie vzrostla z hodnoty 10 000,- Kč na 40 000,- Kč. Za tento rok byly v roce 1999 vypláceny dividendy v hodnotě 10 % nominální hodnoty akcií

v celkové výši 1 488 000,- Kč. V obou letech byl přitom základní kapitál rozdělen na 372 kusů akcií.

V roce 1999 se základní kapitál opět zvyšoval. Základní kapitál společnosti dosahuje v současnosti výše 37 200 000,- Kč. Je rozdělen na 372 kusů akcií o nominální hodnotě 100 000,- Kč. Valná hromada společnosti může přijmout usnesení, že se celý zisk po zdanění za rok 1999 o velikosti 112 mil. Kč použije k financování předpokládaného investičního záměru, a že i zisk v dalším roce (v dalších letech), pokud bude nějaký vytvořen, bude použit na stejný účel. Lze pak uvažovat o tom, že by zamýšlený záměr byl financován z nerozděleného zisku v celé své výši 220 mil. Kč. Pro akcionáře tento případ znamená, že se zisku a z něj placených dividend v tomto roce musí vzdát, za což však v budoucnu budou očekávat vyplácení dividend větších.

Dle teorie nákladů příležitosti lze předpokládat, že pokud by k takovému rozhodnutí nedošlo, byl by tento zisk použit ke zvýšení základního kapitálu společnosti. Toto zvýšení by bylo provedeno navýšením nominálních hodnot akcií. Částka 220 mil. Kč by přitom byla rozložena na současných 372 kusů akcií a činila by tak 591 398,- Kč na 1 akcií (nominální hodnota akcie by stoupla ze současných 100 000,- Kč na 691 398,- Kč).

Dále je nutné vzít v úvahu, že akcionáři by z této částky 591 398,- Kč každoročně očekávali jistou výši dividend. Vzhledem k tomu, že v předchozích letech byly akcionářům vypláceny dividendy ve výši 15% (za rok 1997) a 10% (za rok 1998) nominální hodnoty akcií a také vzhledem k dobrým hospodářským výsledkům v roce 1999 by se dalo předpokládat vyplácení dividend ve výši 15% nominální hodnoty akcií. Na 1 akcií by tak každoročně připadal dividendový výnos o velikosti $0,15 \cdot 591\,398 = 88\,710,-$ Kč. Celkem by tedy společnost vyplatila každým rokem na dividendách částku $88\,710 \cdot 372 = 33\,000\,120,-$ Kč. Právě toto je částka, které se v současnosti akcionáři vzdali, a kterou budou v dalších letech pravidelně vyžadovat.

Předpokládejme dále, že akcionáři by měli mít na dividendy nárok po celou dobu držení svých akcií. Akcie mají přitom neomezenou dobu splatnosti, jejich výnos má tak tvar perpetuity.

V úvahu zde bude vzat případ, kdy by současní akcionáři vyžadovali vyplácení dividend po 2 letech, kdy již bude nemovitost postavena a kdy by se finanční investice měla začít navracet. V tomto případě platí:

$$PVC = 33\,000\,120 \cdot \frac{1}{0,06 \cdot (1 + 0,06)^2} = 489\,499\,820,- \text{ Kč}$$

I v tomto případě je nutné zohlednit skutečnost, že společnost bude postavenou nemovitost v budoucnu odepisovat a že odpisy z hmotného majetku jsou daňovým nákladem, z něhož plynou daňové úspory.

Suma současných hodnot daňových úspor je 32.950.512,- Kč. Tuto částku je nyní nutné

odečíst od současné hodnoty v budoucnu vyplácených dividend, čímž se dojde ke skutečné výši peněžních toků, které s použitím tohoto zdroje financování souvisí.

$$\text{Platí: } 489\,499\,820 - 32\,950\,512 = 456\,549\,308,- \text{ Kč}$$

Jak je z výpočtu zřejmé, současná hodnota peněžních toků, které by musely být vzaty v úvahu při použití tohoto zdroje, je 456 549 308,- Kč.

Odpisy

Společnost XYZ, a.s. vykazovala v jednotlivých letech tyto výše odpisů hmotného a nehmotného majetku:

	1995	1996	1997	1998	1999
Odpisy (v tis. Kč)	4 878	7 241	6 220	8 437	10 066

Tabulka 7-4.2: Vývoj výše odpisů v letech 1995 - 1999

Z tabulky vyplývá, že společnost vykazuje každoročně výši odpisů v rozmezí od 4,8 do výše téměř 10,1 mil. Kč. Tento zdroj je tedy omezený a finanční výdaje spojené s uvažovanou investicí by s ním nebylo možné pokrýt.

Rezervní fond

Další složkou vlastního kapitálu podniku je rezervní fond. Zdrojem prostředků rezervního fondu je čistý (disponibilní) zisk. Důvodem, proč se rezervní fond odděluje od zisku je jeho účel – rezervní fond primárně slouží k tomu, aby se z něj kryly ztráty a další negativní jevy, které mohou nastat v životě společnosti.

Společnost XYZ za jednotlivé roky vykazovala tyto výše fondů tvořených ze zisku (uvedeny jako součet zákonných a dobrovolně vytvářených rezervních fondů).

	1995	1996	1997	1998	1999
Fondy tvořené ze zisku (v tis. Kč)	1 665	2 259	2 884	3 919	8 679

Tabulka 7-4.3: Vývoj výše fondů tvořených ze zisku v letech 1995 – 1999

Tyto zdroje, jak bylo uvedeno výše, slouží pouze ke krytí možných a neočekávaných rizik, a to pouze v omezené výši. Jsou však pro podnik a jeho existenci ze zákona nutné a pro jeho bezproblémový chod důležité.

Výnosy z prodeje hmotného a nehmotného investičního majetku

Výnosy z prodeje a likvidace majetku jsou v rozvaze zahrnuty v položkách, které se týkají zisku, konkrétně pak v položce nerozdělený zisk minulých let a hospodářský výsledek běžného účetního období. Je totiž třeba si uvědomit, že při prodeji a likvidaci majetku podnik prodává či likviduje svůj vlastní majetek a tímto krokem tak získává vlastní finanční zdroje. Příjmy z tohoto kroku se řadí k dalším podnikovým příjmům a po odečtení nákladů jsou základem pro výpočet zisku. Tento vlastní zdroj proto již nebude jako samostatný zdroj financování dále rozváděn.

Cizí zdroje financování

Investiční úvěr

Společnost XYZ má své běžné účty vedené u 3 bank, přičemž by při poskytnutí tohoto úvěru preferovala jednu z nich. Úroková sazba by se s velkou pravděpodobností pohybovala mezi 7,5 a 8,0 %, uvažována však bude její vyšší sazba 8 %.

Společnost XYZ, a.s. zažádá o dlouhodobý úvěr ve výši 220 000 000,- Kč se splatností 6 let (anuitní splácení). Splácení bude prováděno čtvrtletními splátkami bezhotovostně z běžného účtu vedeného u banky.

Nejprve je nutné vypočítat čtvrtletní výši konstantních splátek – anuit a sestavit umořovací plán splácení. První čtvrtletní splátku by přitom společnost platila v červnu za 2. čtvrtletí roku 2000.

Výchozí předpoklady: frekvence splácení úroků: $f = 4$, platí tedy $i = 0,08 / 4 = 0,02$, $n = 24$.

Výše pravidelných čtvrtletních splátek je dle známého výpočtu anuity 11 631 641,- Kč.

Umořovací plán ve zkrácené podobě je uveden v tabulce 7-4.4.

Období	Anuita	Úrok	Úmor	Stav dluhu
0				220000000
1 (6/2000)	11631641	4400000	7231641	212768359
2 (9/2000)	11631641	4255367	7376274	205392085
.....				
22 (9/2005)	11631641	670885	10960756	22583538
23 (12/2005)	11631641	451670	11179971	11403567
24 (3/2006)	11631638	228071	11403567	0

Tabulka 7-4.4: Umořovací plán investičního úvěru

V případě financování prostřednictvím úvěru si firma může dát do daňových nákladů jak úroky, tak odpisy z hmotného majetku a je možné vypočítat daňovou úsporu plynoucí z odpisů a úroků z úvěru pro jednotlivá období. Sazba daně v ČR pro rok 2000 činí dle zákona o daních z příjmu 31% ze základu daně.

Výpočet daňové úspory, která plyne z úroků a z odpisů (ve zkrácené podobě) uvádí následující tabulka:

Období <i>f_n</i>	Úrok <i>U_k</i> (v Kč)	Daňová úspora z úroků (v Kč)	Odpis <i>O</i> (v Kč)	Daňová úspora z odpisů (v Kč)	Daňová úspora z úroků a odpisů
1 (6/2000)	4400000	1364000	-	-	1364000
2 (9/2000)	4255367	1319163,80	-	-	1319163,77
.....					
8 (3/2002)	3324758	1030675	1746032	541269,90	1571944,90
9 (6/2002)	3158620	979172,20	1746032	541269,90	1520442,10
.....					
2030	-	-	931216	288677	288677
2031	-	-	465608	144338,50	144338,50

Tabulka 7-4.5: Výpočet daňových úspor plynoucích z úroků a z odpisů

Po výpočtu daňových úspor je možné přejít k výpočtu současné hodnoty peněžních toků, které z úvěrem souvisí. V tomto případě je nutné odečíst od celkové čtvrtletní splátky – anuity celkové daňové úspory úvěru a upravit tento peněžní tok na současnou hodnotu.

Tak jako v jiných případech bude zvolena diskontní úroková míra 6 % p.a..

Platí : $i = 0,06 / 4 = 0,015$

Po splacení úvěru je možné ponechat diskontní úrokovou míru $i = 0,06$.

Postup převodu na současnou hodnotu ve zkrácené podobě uvádí následující tabulka:

Období <i>f_n</i>	Čtvrtletní splátka – anuita	Daňová úspora z úroků a odpisů	Peněžní toky	Současná hodnota peněžních toků
1 (6/2000)	11631641	1364000	10267641	10115902,46
2 (9/2000)	11631641	1319163,8	10312477,2	10009927,15
.....				
2030	0	288677	-288677	-12413,5346
2031	0	144338,5	-144338,5	-5855,440849

Tabulka 7-4.6 : Výpočet celkové současné hodnoty nákladů na úvěr po zdanění

Sečtením sumy současných hodnot peněžních toků u úvěru, pak vyjde celková současná hodnota peněžních toků, které by společnost musela vzít v úvahu, pokud by zvolila financování daného investičního záměru pomocí investičního úvěru - 196.223.928,- Kč.

Hypoteční úvěr

Úvěry se v naprosté většině případů splácí konstantními splátkami, tzv. anuitami. Banky požadují, aby si klient u nich založil korunový účet, z něhož se provádí úhrady anuit bezhotovostně. V úvahu by v tomto případě opět připadala stejná banka, přičemž by se nabídnutí fixní úrokové míra garantovaná po dobu 5ti let pohybovala kolem 9,5 % p.a.. Poplatky by v tomto případě byly 200 tis. Kč, splatnost se uvažuje 20 let.

Získání hypotečních úvěrů je pro podnik obvykle zdlouhavější a složitější, než u jiných druhů dlouhodobých úvěrů. Vyplývá to především z nutnosti prokazovat vlastnictví nemovitostí a její kvality, z nutnosti záznamu zástavního práva v pozemkových knihách, ze složitého procesu odhadování ceny nemovitostí apod.. Vyřízení trvá v průměru 3 měsíce.

Výhodou se může zdát délka splácení úvěru, která může být oproti klasickému úvěru i několikanásobně delší. Splátky jsou tak rozloženy na menší částky placené po delší dobu. S hypotečním úvěrem jsou spojeny vyšší náklady na jeho získání, což souvisí s nutností zaplatit bance odhad nákladů na výstavbu a odhad nemovitostí, které budou sloužit jako zajištění, s vyšší administrativou spojenou s emisí hypotečních zástavních listů apod.. Poplatky bance se tak mohou vyšplhat i ke 3 % půjčky. Banka, u které by byl hypoteční úvěr vyřizován, požaduje i při tak vysoké hodnotě úvěru oproti jiným bankám poměrně nízký poplatek ve výši 200 tis. Kč.

Hypoteční úvěr je zdrojem, který nemá vliv na počet a strukturu akcionářů společnosti. Použitím tohoto zdroje by se sice zvýšila zadluženost společnosti, ale vzhledem k její současné hodnotě by to výrazněji neovlivnilo další chod společnosti.

Aby bylo tento zdroj možné porovnat s ostatními zdroji, je nutné vypočítat celkovou finanční náročnost zdroje. Jako v jiných případech je tedy nutné vypočítat současnou hodnotu částek placených v budoucnu.

Platí: frekvence splácení úroků $f = 4$, platí tedy $i = 0,095 / 4 = 0,02375$, splatnost 20 let: $n = 80$. Pravidelné čtvrtletní splátky byly vypočítány ve výši 6.168.306,- Kč.

Stejně jako v případě investičního úvěru si firma může dát do daňových nákladů jak úroky, tak odpisy z nemovitosti. Pro odpisy platí stejná ustanovení jako u investičního úvěru.

Výpočet daňových úspor pro jednotlivá období, jak z úroků tak z odpisů je obsažen v následující tabulce:

Období <i>f_n</i>	Úrok <i>U_k</i> (v Kč)	Daňová úspora z úroků (v Kč)	Odpis <i>O</i> (v Kč)	Daňová úspora z odpisů (v Kč)	Daňová úspora z úroků a odpisů
1 (6/2000)	5224999	1619749,70	-	-	1619749,70
2 (9/2000)	5202596	1612804,80	-	-	1612804,80
.....					
8 (3/2002)	5056548	1567529,90	1746032	541269,90	2108799,8
9 (6/2002)	5030144	1559344,60	1746032	541269,90	2100614,5
.....					
80 (3/2020)	143098	44360,40	1396826	433016,10	477376,5
.....					
2030	-	-	931216	288677	288677
2031	-	-	465608	144338,50	144338,5

Tabulka 7-4.7: Výpočet daňových úspor z placených úroků a odpisů pro jednotlivá období

Po výpočtu daňových úspor je možné přejít k výpočtu současné hodnoty peněžních toků, které z hypotečním úvěrem souvisí. Tak jako v jiných případech bude zvolena diskontní úroková míra 6 % p.a..

Období	čtvrtletní splátky	Daňová úspora z úroků a odpisů	Peněžní toky	Současná hodnota peněžních toků
1 (6/2000)	6168306	1619749,7	4548556,3	4481336
2 (9/2000)	6168306	1612804,8	4555501,2	4421872
...				
80 (3/2020)	6168293	477376,5	5690916,5	1729415
...				
2030	0	288677	-288677	-53277
2031	0	144338,5	-144338,5	-25131

Tabulka 7-4.8: Výpočet současné hodnoty peněžních toků souvisejících s hypotečním úvěrem

Sečtením sumy současných hodnot peněžních toků u hypotečního úvěru, pak vyjde celková současná hodnota peněžních toků, které by společnost musela vzít v úvahu, pokud by zvolila financování daného investičního záměru pomocí hypotečního úvěru -165.102.416,- Kč.

Dluhopisy

Získávat dlouhodobý kapitál formou upisování dluhopisů mohou úspěšně jen velké známé podniky, s perspektivou růstu či alespoň stability zisku, podniky, které nepřekračují obvyklou míru zadluženosti ve svém oboru a nemají ani jiné větší problémy.

Za takovouto firmou je možné považovat i akciovou společnost XYZ. Emitované dluhopisy by měly celkovou nominální hodnotu 220 mil. Kč. Nominální hodnota jednoho dluhopisu by přitom mohla být různě vysoká (od 1 000,- až např. do 100 000,- Kč, což by záleželo na množství zájemců o dluhopisy a jejich solventnosti a také na požadavcích vedení společnosti). Nominální hodnota jednoho dluhopisu v případě vydání bude uvažována ve výši 10

000,- Kč. Celkem by těchto dluhopisů bylo emitováno 22 000 ks. Pro vedení společnosti je přijatelná maximální pevná úroková sazba ve výši 12 % p.a., která by i pro případné drobné investory mohla byla přijatelná vzhledem na současné úrokové sazby termínovaných vkladů u bank a rizika spojeného s koupí dluhopisu). Doba splatnosti bude stanovena tak jako v jiných případech na 6 let s výplatou kupónu dvakrát ročně. Celkem by tak firma na výnosech z dluhopisů v podobě úroků vyplatila svým věřitelům 158 400 000 mil. Kč ($220\,000\,000 \cdot 0,12 \cdot 6$).

Daňová sazba je v současnosti 31 %. Zároveň, tak jako v jiných případech, se bude předpokládat diskontní míra, kterou nabízí alternativní způsob uložení peněz (např. na termínovaný vklad) ve výši 6 % p.a..

Pak platí:

V jednotlivých letech by společnost platila svým věřitelům úroky ve výši:

$220\,000\,000 \cdot 0,12 = 26\,400\,000,-$ Kč (počítány jsou úroky bez zdanění, protože společnost vyplatí jednak čisté úroky majitelům dluhopisů a jednak odvede daň finančnímu úřadu, tedy zaplatí hrubé úroky), pololetní úroky tak činí 13 200 000,- Kč.

Je třeba si však uvědomit, že úroky jsou součástí nákladů, a proto musíme vypočíst jejich čistou výši sníženou o úsporu na daních.

Čistá výše úroků, snížená o úsporu na daních je pak pro jednotlivé roky:

$$u_c = u \cdot (1 - T) = 26.400.000 \cdot 0,69 = 18\,216\,000,- \text{ Kč}$$

Čistá výše úroků, placená v každém pololetí je pak 9 108 000,- Kč.

Dluhopisy bude společnost splácet minimálně 6 let, přičemž výplatu úroků uskuteční dvakrát do roka, úroky tedy bude vyplácet po 12 období. Protože je bude platit v budoucnu, je nutno spočítat sumu současných hodnot jednotlivých splátek. Protože všechny splátky jsou stejné, lze k výpočtu sumy jejich současných hodnot použít zásobitele:

V tomto případě pak platí:

$$PVC = 9.108.000 \cdot \frac{1 - 1/(1+0,03)^{12}}{0,03} = 90\,660\,938,- \text{ Kč}$$

Aby bylo možno porovnat tento způsob financování s jinými zdroji, je nutné k současné hodnotě splátek úroků v prvním až třetím roce přičíst současnou hodnotu splátky jistiny ve výši 220 mil. Kč na konci 6. roku (12. období). Tuto současnou hodnotu je možné vypočítat podle vzorce odůročitele:

$$PV = \frac{220\,000\,000}{(1 + 0,06)^6} = 155\,091\,220,- \text{ Kč}$$

Součet současné hodnoty jednotlivých splátek úroků z dluhopisů a současné hodnoty splátky jejich nominální hodnoty tak činí:

$$90.660.938 + 155.091.330 = 245.752.160,- \text{ Kč}$$

Aby byly zohledněny veškeré peněžní toky související s použitím tohoto zdroje financování, je opět nutné vzít v úvahu to, že společnost bude postavenou nemovitost v budoucnu odepisovat a že odpisy z hmotného majetku jsou daňovým nákladem, z něhož plynou daňové úspory. Suma současných hodnot daňových úspor je 32.950.512,- Kč. Tuto částku je nutné odečíst od celkové výše současných hodnot splátek úroků z dluhopisů a splátky jejich nominální hodnoty.

$$\text{Platí:} \quad 245\,752\,216 - 32\,950\,512 = 212\,801\,704,- \text{ Kč}$$

Ostatní zdroje financování

Jedná se především o tyto způsoby financování: faktoring a forfaiting, tiché společenství, financování pomocí rizikového kapitálu, leasing.

Tiché společenství

Matematicky vyjádřeno platí, že úroková míra, která je nákladem tohoto zdroje, je dána vzorcem:

$$s_k = \frac{HVP_k}{VTS} \quad (7-4.4)$$

kde: s_k = úroková míra v k-tém roce trvání smlouvy o tichém společenství v desetinném tvaru
HVP = hodnota vyplaceného podílu na zisku tichému společníkovi v k-tém roce trvání smlouvy

VTS = výše počátečního vkladu tichého společníka

Úroková míra s_k je zpravidla vyšší než úroková míra, kterou společnost platí akcionářům nebo společníkům obchodních společností. Rovněž je obvykle vyšší než úroková míra, za kterou se poskytují úvěry, nebo úroková míra, která stanoví výnos u dluhopisů.

Prostřednictvím tichého společníka, kterým může být jak fyzická tak i právnická osoba, podnikatel získává zdroje hlavně v případech, kdy jsou ostatní zdroje financování obtížně dostupné.

Zdroje takto získané mohou být různé vysoké – od několika tisíc až po několik milionů Kč. Záleží na potřebné finanční výši na daný záměr a na solventnosti investora (tichého společníka).

Co se týče rychlosti vyřízení smluv a získání půjčky, velikosti podílů na zisku a dalších podmínek získání tohoto zdroje, záleží na konkrétních dohodách mezi společností a tichým společníkem.

Tichý společník může smlouvu o tichém společenství vypovědět a podnik mu je povinen vrátit jeho vklad. Tichý společník také zpravidla vyžaduje, vzhledem k tomu, že se (nestanoví-li smlouva něco jiného) podílí i na ztrátě společnosti, vyšší podíl na zisku než jako akcionář akciové společnosti nebo společník obchodní společnosti.

Tichý společník je navíc oprávněn nahlížet do obchodních dokladů a účetních záznamů týkajících se podnikání, na němž se účastní, a je oprávněn požadovat stejnopis roční účetní závěrky a případně i jinak zasahovat do chodu společnosti.

Srovnání tichého společenství s ostatními zdroji financování z hlediska celkové finanční náročnosti komplikuje skutečnost, že není dopředu znám přesný podíl na zisku, který podnik bude v jednotlivých letech vyplácet tichému společníkovi jako jeho odměnu a že jakékoliv porovnání tak bude vycházet z odhadů a bude více, či méně přesné. Pouze v případech, kdy smlouva stanoví, že tichý společník dostane každoročně stejnou částku, je přesné srovnání možné.

Pro tuto práci bude uvažován případ, kdy by případný tichý společník žádal každoročně odměnu ve výši 20 % svého vkladu a chtěl by se účastnit na podnikání akciové společnosti 6 let s následným navrácením vkladu. Odměna ve výši 20 % vkladu byla zvolena s ohledem na skutečnost, že úroková míra, která bývá placena tichým společníkům, bývá v praxi zpravidla vyšší, než výše dividendy placená akcionářům na akcii (v % z nominální hodnoty či emisního kursu akcie), či úroková míra z úvěrů či dluhopisů. Diskontní míra, kterou nabízí alternativní uložení peněz bude opět stanovena na 6 % p.a..

Aby bylo možné porovnat finanční náročnost tichého společenství s jinými zdroji, je nejprve nutné spočítat odměny, které by společnost musela vyplatit svému tichému společníkovi. Předpokládána každoroční výše odměny $FV = 44.000.000,-$ Kč ($0,2 \cdot 220.000.000$). Tyto v budoucnu vyplácené odměny je třeba diskontovat na jejich současnou hodnotu dle již známého vzorce:

Platí:

$$PV = \sum \frac{FV_t}{(1 + i)^t} \quad (7-4.5)$$

V tomto případě je PV rovno 216.362.270,- Kč

Po těchto šesti letech účasti na podnikání společnosti by však navíc chtěl tichý společník svůj vklad vrátit. K výše uvedené sumě odměn je proto nutné ještě přičíst současnou hodnotu vkladu společníka po těchto šesti letech.

V tomto případě pak platí:

$$PV = \frac{220.000.000}{(1 + 0,06)^6} = 155.091.330,- \text{ Kč}$$

Na závěr je nutné sečíst současnou hodnotu odměn a současnou hodnotu vkladu tichého společníka, který mu bude vrácen po šesti letech:

$$216.362.270 + 155.091.330 = 371.423.600,- \text{ Kč}$$

Od této částky je tak jako v jiných případech nutné odečíst daňové úspory plynoucí z odpisů:

$$371.423.600 - 32.950.512 = 338.473.088,- \text{ Kč}$$

Jak je z výpočtu zřejmé, současná hodnota budoucích finančních výdajů, které by musely být vynaloženy při použití tohoto zdroje, je 338.473.088,- Kč.

Rizikový kapitál

Rizikový kapitál je obvykle spojen s financováním projektů, u kterých je získávání prostředků z klasických zdrojů nemožné, nevýhodné nebo spojeno s velkými problémy. Investice ze strany společnosti nabízející rizikový kapitál není jednorázová, je to naopak mnohaletý proces soužití s tvůrcem investičního záměru. Základní formou investice je přitom přímý vstup do základního kapitálu firmy, většinou spojen s právem veta v zásadních rozhodnutích, běžný chod podniku je ponechán v rukou tvůrců záměru. Při financování nerozhoduje zajištění a záruky splácení, ale atraktivita investičního záměru.

Všechny výše uvedené aspekty ukazují na jednu skutečnost. Pokud by společnost XYZ neměla možnost financovat daný záměr z vlastních zdrojů a nepodařilo by se jí získat ani cizí zdroje, mohla by se v dalších úvahách zamyslet nad spoluprací s některou s institucí či společností poskytující rizikový kapitál. Z důvodů, které však byly uvedeny výše, se v současné době dá tento způsob financování investičního záměru považovat za nevhodný. Navíc je získání rizikového kapitálu poměrně zdlouhavou záležitostí, což také nevyhovuje požadavkům managementu.

Leasing

Prostřednictvím leasingu lze financovat i nemovitost. Leasing se v Evropě používá zejména při budování nového objektu, tedy nové stavby. V České republice, se používá leasing

spíše na již hotové zkolaudované domy, jen malá část firem umožňuje leasingové financování při výstavbě. Leasing nemovitosti vychází ze stejných základů jako leasing movitých věcí.

Poněkud složitější jsou vlastnické vztahy ke stavbě, která je předmětem leasingu, a eventuálně i k pozemku, na kterém se stavba nachází. Zde je nutné zdůraznit, že stavba podle platné právní úpravy není součástí pozemku, a že tedy vlastník stavby nemusí být nutně vlastníkem pozemku, na kterém se stavba nachází. Je-li odlišný vlastník stavby od vlastníka pozemku, na kterém stavba leží, musí se nějakým způsobem vyřešit vztahy mezi těmito vlastníky, např. v podobě smlouvy o užívání pozemku a poplatků za užívání pozemku. Legální stavba pochopitelně nemůže nikdy vzniknout na pozemku bez souhlasu vlastníka pozemku.

Základní aspekty leasingu nemovitosti

- Leasing nemovitostí je ve většině případů založen na principu finančního pronájmu s následnou koupí najaté věci.
- Leasingový vztah (tj. zpětný převod nemovitosti) nelze ze zákona zkrátit pod 8 let bez daňových ztrát.
- Doba odepisování je u nemovitostí 30 let.
- Daň z převodu nemovitostí (obvyklá výše 5 % z odhadní ceny, pokud je kupní cena vyšší, tak 5 % z kupní ceny) hradí prodávající.

Leasingová společnost může začít s financováním investičního záměru téměř okamžitě po podepsání smluv se společností XYZ, tzn. zdroje budou k dispozici ve velmi krátkém čase (doba od začátku jednání po podepsání smluv se odhaduje na 1 měsíc).

Splátky nájemného budou spláceny čtvrtletně po dobu 8 let. Spolu se splátkami bude splácena i zůstatková hodnota nemovitosti po šestém roce odepisování. Leasingová společnost bude přitom odepisovat nemovitost až po její kolaudaci a vkladu do Katastru nemovitostí, která se odhaduje na počátek roku 2000.

Leasingové splátky jsou přitom daňově uznatelným nákladem snižujícím základ daně. Pokud se jedná o náklady spojené se získáním zdrojů pomocí leasingového financování, jsou obvykle započítány do leasingové ceny a promítají se tedy do splátek nájemného. Získání tohoto zdroje nemá přitom žádný vliv na strukturu a počet akcionářů společnosti. Z hlediska celkové finanční náročnosti je porovnání nutné provést pomocí současné hodnoty peněžních toků, které budou placeny v budoucnu a to s ohledem na daňové úspory související s tímto zdrojem.

Popsán zde bude pouze průběh pro případ leasingu nově budovaného objektu na vlastním pozemku, což odpovídá realitě u společnosti XYZ, a.s. V příkladu platí, že se všechny

platby uskutečňují koncem daného období (měsíce, čtvrtletí, roku). Ty ceny, u nichž se počítá DPH (ceny za stavební práce) jsou uvedeny včetně DPH.

- Odhadovaná cena výstavby objektu: 220 000 000,- Kč.
- Objekt se bude nacházet na pozemku ve vlastnictví firmy, přičemž cena pozemku je 9 300 000,- Kč.
- Výstavba má začít v květnu 2000, dokončena má být v listopadu 2001, celkem má tedy trvat 19 měsíců.

Společnost XYZ, a.s. by chtěla leasing splácet leasingovými splátkami po dobu 8 let každé kalendářní čtvrtletí. První leasingová splátka by byla zaplacená v červnu 2000 (za 2. čtvrtletí 2000), poslední v březnu 2008 (za 1. čtvrtletí r. 2008). Potom by chtěla objekt odkoupit za zůstatkovou cenu po šestém roce odepisování. Tuto zůstatkovou cenu chce přitom splatit čtvrtletními splátkami spolu s leasingovými splátkami. Leasingové procento, nabízené vybranou leasingovou společností, dosahuje hodnoty 8,0 % p.a.

Z celkové vstupní ceny, tedy z 220.000.000,- Kč je nutné nejdříve vypočítat pravidelné čtvrtletní splátky leasingového nájemného po dobu 8 let, které tak mají charakter anuity:

$$v = 220\,000\,000 \cdot \frac{0,02}{1 - 1/(1+0,02)^{32}} = 9.374.333,- \text{ Kč.}$$

Leasingová cena je pak rovna:

$$LC = v \cdot n = 9.374.333 \cdot 32 = 299.978.660,- \text{ Kč}$$

Leasingová cena je v tomto případě cena, kterou by společnost XYZ zaplatila na splátkách nájemného, pokud by nedošlo k odkupu za zůstatkovou cenu. Společnost XY však bude zároveň se splátkami nájemného platit dalšími čtvrtletními splátkami po dobu 8 let zůstatkovou cenu stavby, kterou má stavba na konci šestého roku odepisování. Leasingová společnost odepisuje tuto nemovitost zrychlenými odpisy z ceny 220 000 000 Kč. Těmito čtvrtletními splátkami zůstatkové ceny bude vlastně leasingovou společnost úvěrovat, což se musí vzít při výpočtech v úvahu. Leasingová společnost označuje tyto splátky kaucí, které přisuzuje úrokovou míru 4 % p.a..

Leasingová cena se proto musí dekapitalizovat o úroky z úvěrů, které by nájemce získal, kdyby si splátky zůstatkové ceny ukládal u banky (nyní tyto úroky může získat uložením peněz v bance leasingové společnosti).

Nejprve je nutné vypočítat výši vstupní ceny bez DPH, z které se bude počítat zůstatková cena, protože cena stavebních prací ve výši 220 mil. Kč je vstupní cenou včetně

DPH. V tomto případě pak platí (nesmí se zapomenout na to, že stavební práce jsou zdaněny sazbou DPH ve výši 5 %):

$$VC_{BDPH} = 220\,000\,000 \cdot \frac{1}{1 + 0,05} = 209\,523\,810,- \text{ Kč}$$

Nyní je nutné určit zůstatkovou cenu z této vstupní ceny bez DPH na konci šestého roku odpisování. To je možné zjistit z tabulky uvedené v příloze č.VII. Jak je z této tabulky patrné, zůstatková cena dané nemovitosti na konci šestého roku odepisování je rovna 139.682.540,- Kč.

Jedna splátka zůstatkové ceny je pak rovna podílu:

$$SZC = ZC_k / n \quad (7-4.6)$$

kde: SZC = splátka zůstatkové ceny,

ZC_k = zůstatková cena na konci k-tého období.

V tomto případě pak platí: $SZC = 139\,682\,540 / 32 = 4\,365\,080,- \text{ Kč}$

Nyní je možné vypočíst dekapitalizační sumu, o kterou se sníží leasingová cena. Z každé splátky zálohy by mohla mít společnost XYZ, kdyby si místo splácení částku ukládala u banky, měsíční úroky ve výši:

$$MU_{SZC} = SZC \cdot s / 12$$

kde: MU_{SZC} = měsíční úroky ze splátky zůstatkové ceny,

s = úroková sazba, za kterou si může firma splátku uložit u banky v desetinném tvaru – v tomto případě je určená leasingovou společností ve výši 4,0 % p.a.

Platí tedy:

$$MU_{SZC} = SZC \cdot s / 12 = 4\,365\,080 \cdot 0,04 / 12 = 14\,550,30 \text{ Kč}$$

V tabulce 7-4.9 je uvedeno, na kolik měsíců by si firma mohla uložit u banky splátky zůstatkové ceny:

Pořadí splátky	Měsíc splátky	Měsíc splacení zůstatkové ceny	Doba uložení splátky (úročení v měsících)
1	06 / 2000 (za 2. čtvrtletí 2000)	03 / 2008	93
2	09 / 2000 (za 3. čtvrtletí 2000)	03 / 2008	90
.....			
30	09 / 2007 (za 3. čtvrtletí 2007)	03 / 2008	6
31	12 / 2007 (za 4. čtvrtletí 2007)	03 / 2008	3
32	03 / 2008 (za 1. čtvrtletí 2008)	03 / 2008	0

Tabulka 7-4.9: Výpočet doby uložení splátek u banky jako alternativa k postupnému splácení zůstatkové ceny předmětu leasingu

Součet částek, které by společnost mohla získat na úrocích z jednotlivých splátek dá dekapitalizační sumu.

Je zřejmé, že součet má charakter aritmetické řady, kdy pro n -tý člen řady platí:

$$a_n = 14\,550,30 \cdot (96 - 3 \cdot n) \quad \text{kde: } a_n = \text{výše } n\text{-tého členu řady (} n\text{-té splátky),}$$

$$n = \text{pořadí splátky}$$

Obecně pro součet prvních n členů aritmetické řady platí vztah podle vzorce:

$$s_n = n / 2 \cdot (a_1 + a_n) \quad \text{kde: } s_n = \text{součet prvních } n \text{ členů aritmetické řady.}$$

V tomto případě je třeba sečíst prvních 32 členů aritmetické řady:

$$a_1 = 14\,550,30 \cdot (96 - 3 \cdot 1) = 1\,353\,177,90 \text{ Kč a } a_{32} = 14\,550,30 \cdot (96 - 3 \cdot 32) = 0,- \text{ Kč.}$$

Součet této řady je pak podle výše uvedeného vzorce roven:

$$S_{32} = 32 / 2 \cdot (1\,353\,177,90 + 0) = 21\,650\,846,- \text{ Kč}$$

Tato částka je rovna dekapitalizační sumě, o kterou musíme snížit leasingovou cenu. Leasingová cena je po dekapitalizaci rovna:

$$LC_{DK} = LC - DS \quad \text{kde: } LC_{DK} = \text{leasingová cena po dekapitalizaci,}$$

$$DS = \text{dekapitalizační suma.}$$

V uvažovaném případě pak platí:

$$LC_{DK} = 299\,978\,660 - 21\,650\,846 = 278\,327\,814,- \text{ Kč}$$

Výše jedné splátky nájemného leasingové ceny po dekapitalizaci bude:

$$NJ_{DK} = LC_{DK} / n \quad (7-4.7)$$

kde: NJ_{DK} = výše jedné splátky nájemného po dekapitalizaci

$$\text{Platí: } NJ_{DK} = 278\,327\,814 / 32 = 8\,697\,745,- \text{ Kč}$$

V závěru je pak nutné provést stručnou rekapitulaci jednotlivých částek, které bude pravidelně čtvrtletně po dobu 8 let splácet společnost XYZ, a.s. leasingové společnosti:

- čtvrtletní nájemné z dekapitalizované leasingové ceny (NJ_{DK}): 8 697 745,- Kč
- pravidelná čtvrtletní splátka zůstatkové ceny na konci šestého roku
odepisování (SZC): 4 365 080,- Kč

Celkem tedy pravidelné čtvrtletní splátky : 13 062 825 ,- Kč

Nyní je nutné vzít v úvahu skutečnost, že leasingové splátky jsou nákladem snižujícím základ daně, z čehož plynou daňové úspory ve výši 31 %. Dále je nutné si uvědomit, že společnost po skončení leasingové smlouvy převede danou nemovitost do svého obchodního

majetku a bude moci pokračovat v jejím odepisování. Jestliže leasingová společnost bude nemovitost odepisovat šest let a společnost XYZ ji za zůstatkovou cenu po těchto šesti letech odkoupí, bude moci navázat na odepisování započaté leasingovou společností. Odpisy jsou také daňově uznatelným nákladem, z čeho plyne, že po skončení leasingové smlouvy si bude moci společnost odečíst od celkových daňových nákladů i daňovou úsporu plynoucí z odpisů.

Výpočet daňové úspory plynoucí z leasingových splátek a odpisů je uveden v následující tabulce.

Období <i>fn</i>	Čtvrtletní leasingová splátka (v Kč)	Daňová úspora z leasingové splátky (v Kč)	Odpis (v Kč)	Daňová úspora z odpisů (v Kč)	Daňová úspora z leasingové splátky a odpisů (v Kč)
1 (6/2000)	8697745	2696301	0	0	2696301
2 (9/2000)	8697745	2696301	0	0	2696301
.....					
31 (12/2007)	8697745	2696301	0	0	2696301
32 (3/2008)	8697745	2696301	0	0	2696301
33 (12/2007)	0	0	2910053	902116,5	902116,5
34 (3/2008)	0	0	2793651	866031,8	866031,8
.....					
2030	0	0	931216	288677	288677
2031	0	0	465608	144338,5	144338,5

Tabulka 7-4.10: Výpočet daňových úspor plynoucích z leasingových splátek a odpisů

Po výpočtu daňových úspor je možné přejít k výpočtu současné hodnoty peněžních toků, které z leasingem souvisí. Nutné je vzít v úvahu, že společnost nebude platit jen leasingové splátky nájemného, ale také bude ve stejných čtvrtletních obdobích splácet zůstatkovou cenu nemovitosti. Od součtu těchto dvou čtvrtletních splátek je pak nutné odečíst celkové daňové úspory plynoucí z leasingových splátek a odpisů a převést tuto výslednou hodnotu, pomocí již známého vzorce odůročitele, na současnou. Tak jako v jiných případech bude zvolena diskontní úroková míra 6 % p.a..

Při převodu na současnou hodnotu je však nutné si uvědomit, že splátky jsou placeny čtvrtletně, čemuž se musí přizpůsobit i výše diskontní úrokové míry. Po dobu splácení celkových leasingových splátek (než dojde jen k odpisování nemovitosti), je proto nutné jej upravit na čtvrtletní podobu.

Platí : $i = 0,06 / 4 = 0,015$

Po ukončení leasingu je možné ponechat diskontní úrokovou míru $i = 0,06$.

Přesný postup převodu na současnou hodnotu uvádí následující tabulka:

Období <i>f_n</i>	Čtvrtletní leasingová splátka (v Kč)	Čtvrtletní splátka zůstatkové ceny (v Kč)	Čtvrtletní splátka celkem (v Kč)	Celková daňová úspora leasingu (v Kč)	Náklady na leasing po zdanění celkem (v Kč)	Současná hodnota peněžních toků (v Kč)
1 (6/2000)	8697745	4365080	13062825	2696301	10366524	10 062 437
2 (9/2000)	8697745	4365080	13062825	2696301	10366524	9 913 668
.....						
54 (3-12/2030)	0	0	0	288677	-288677	-53 277
55 (3-12/2031)	0	0	0	144338,5	-144338,5	-25 131
						209 743 577

Tabulka 7-4.11 : Výpočet celkové současné hodnoty peněžních toků leasingu

Sečtením sumy současných hodnot peněžních toků leasingu, pak vyjde celková současná hodnota peněžních toků souvisejících s leasingovým financováním, které by společnost vynaložila, pokud by zvolila právě tento způsob financování daného investičního záměru.

Platí: Celková současná hodnota peněžních toků u leasingu je rovna 209 743 577,- Kč.

Výběr nejvhodnějšího zdroje financování

Zdroje, které se jeví pro realizaci financování zamýšleného investičního záměru jako vhodné, a které by bylo možné použít jsou následující:

- zdroje získané emisí prioritních akcií,
- nerozdělený zisk,
- investiční úvěr,
- hypoteční úvěr,
- zdroje získané emisí dluhopisů,
- vklad tichého společníka,
- leasing.

Za nejdůležitější kritérium je při výběru zdroje možné považovat kritérium dosažení co nejmenších nákladů spojených se získáním zdroje. Tomuto kritériu byla v jednotlivých kapitolách věnována největší pozornost, protože mu je ze strany managementu a vlastníků přikládán největší význam. V jednotlivých kapitolách byl výpočet celkové nákladovosti zdrojů proveden pomocí výpočtu současných hodnot finančních toků, které by s daným zdrojem souvisely, včetně

zohlednění případných daňových úspor. V úvahu je zde nutné vzít také ty náklady, které se získáním zdroje bezprostředně souvisí, jako jsou emisní náklady, poplatky bance apod.

Výsledky výpočtů (v Kč) současných hodnot peněžních toků a také přehled nákladů souvisejících se získáním jednotlivých zdrojů ukazuje následující tabulka:

Zdroj financování	Současná hodnota peněžních toků	Další náklady na získání zdroje
<i>Vlastní zdroje</i>		
Emise prioritních akcií	517.050.025,-	Emisní náklady
Nerozdělený zisk	456.549.308,-	-
<i>Cizí zdroje</i>		
Investiční úvěr	196.223.928,-	Poplatky bance
Hypoteční úvěr	165.102.416,-	200.000,- jako poplatek bance, náklady na odhad
Dluhopisy	212.801.850,-	Emisní náklady
Směnka	210.260.898,-	Minimální náklady
<i>Ostatní zdroje</i>		
Tichý společník	338.473.088,-	Minimální náklady
Leasing	209.743.577,-	Minimální náklady – poplatky součástí leasingové ceny

Tabulka 7-4.12: Přehled celkové finanční náročnosti pořízení jednotlivých zdrojů

Jak je z tabulky zřejmé, nejlevnějším zdrojem financování pro daný investiční záměr je hypoteční úvěr, nejdražším pak je financování investičního záměru prostřednictvím emise prioritních akcií a použitím nerozděleného zisku.

Aby bylo možné označit nejlevnější zdroj zároveň za nejvhodnější, je nutné zohlednit i další kritéria, která na zdroj kladou vlastníci a management společnosti.

Zdroj tedy musí dále splňovat následující kritéria:

- a) získání zdroje by nemělo mít vliv na počet, strukturu a výši vkladů současných akcionářů, kteří mají právo hlasovat na valné hromadě a tím kontrolovat chod společnosti,
- b) zdroj by měl být splatný v dostatečně dlouhé době (za min. dobu splatnosti je považována doba 6 let),
- c) zdroj by měl být získán v co nejkratší době (vzhledem k brzkému počátku výstavby nejlépe do 2 měsíců od počátku jednání),
- d) se získáváním a čerpáním zdroje by měly být spojeny výhodné podmínky – nízká administrativa, možnost změny podmínek při splácení, dobrá spolupráce s poskytovatelem zdrojů apod.

Pro přehlednost budou jednotlivé zdroje dle výše uvedených kritérií porovnány v tabulce:

Zdroj financování	Vliv na hlasovací práva	Splatnost zdroje	Podmínky při získávání a čerpání zdroje	Rychlost získání zdroje
Hypoteční úvěr	ne	20 let	Vyšší administrativa, dobrá spolupráce s poskytovatelem	Do 3 měsíců od začátku jednání s KB, a.s.
Investiční úvěr	ne	6 let	Střední administrativa, dobrá spolupráce s poskytovatelem	Max. do 1 měsíce od začátku jednání s bankou
Leasing	ne	8 let	Vyšší administrativa, dobrá spolupráce s poskytovatelem	Přibližně 1 měsíc od zahájení jednání
Směnka	ne	6 let	Nízká administrativa, podmínky dle smlouvy se směn. věřitelem	Nelze stanovit
Emise dluhopisů	ne	6 let	Vysoká administrativa, pevné termíny a splátky	Přibližně 3-5 měsíců od podání žádosti Komisi
Tiché společenství	Ne	6 let	Nízká administrativa, podmínky dle smlouvy s tichým společníkem	Nelze stanovit
Nerozdělený zisk	Ne	neomezená	Nízká administrativa, flexibilita	Okamžitě
Emise prioritních akcií	Ne	neomezená	Vyšší administrativa, pevná výše dividend, flexibilita	Nelze přesně stanovit

Tabulka 7-4.13: Porovnání zdrojů dle zvolených kritérií

Aby mohl být nejlevnější zdroj – hypoteční úvěr - považován zároveň za zdroj pro financování nejvhodnější, měl by také splňovat všechna výše uvedená kritéria.

Pokud by tato kritéria nesplňoval pro vlastníky a vedení, v požadované míře či kvalitě, bylo by nutné posoudit vhodnost dalšího nejlevnějšího zdroje. Pokud by je ani tento zdroj nesplňoval, bylo by nutné vzít v úvahu další v pořadí nejlevnější zdroj až do výběru toho nejvhodnějšího.

ZHODNOCENÍ A ZÁVĚREČNÁ DOPORUČENÍ

Co se týče prvních dvou kritérií, lze konstatovat, že je hypoteční úvěr beze zbytku splňuje. Jeho použitím pro financování investičního záměru by nebylo rozšířeno hlasovací právo na nové akcionáře, čímž by zůstala kontrola chodu společnosti v rukou současných akcionářů. Také splatnost zdroje, která je dokonce 20 let, vyhovuje požadavkům společnosti.

Pokud by se vzalo v úvahu kritérium další – rychlost získání zdroje – bylo by při posuzování nutné vzít v úvahu ještě to, zda je pro management v současnosti důležitější mít

zdroje rychle či levně. Pokud by bylo nutné získat zdroje v co nejkratší době, bylo by nutné vzít v úvahu v pořadí další nejlevnější zdroj, kterým je investiční úvěr. Pokud by bylo možné začátek výstavby financovat některým z krátkodobých zdrojů či pozdržet počátek výstavby, bylo by možné hypoteční zdroj posuzovat dále.

Posledním kritériem, které je nutné vzít při rozhodování v úvahu, je dosažení výhodných podmínek, které se získáním a čerpáním zdroje souvisí. I zde je pak nutné vzít v úvahu to, jestli by např. vysoká administrativa či nemožnost změny splátkového kalendáře ohrozila označení zdroje za ten nejvhodnější.

Na základě vyhodnocení analýz je možné za nejvhodnější zdroj k financování zamýšleného investičního záměru považovat hypoteční úvěr. Pouze v případě, kdy by bylo nezbytné získat zdroje v co nejkratším čase a nebylo by možné tuto dobu překlenout pomocí jiného, krátkodobého zdroje, by bylo možné označit za nejvhodnější zdroj investiční úvěr.

příloha 7-4.I: Rozvaha a výkaz zisku a ztrát v letech 1996 -1999

	ROZVAHA (tis. Kč)	1996	1997	1998	1999
	Aktiva celkem	357 186	305 717	641 417	462 391
	Pohledávky za ups.VJ	0	0	0	0
A	Stálá aktiva	43 538	60 523	66 389	106 167
B.1	Nehmotný inv.maj.	47	28	106	64
B.2	Hmotný inv. maj.	37 413	53 890	59 753	99 348
B.3	Finanční investice	6 078	6a 605	6 530	6 755
C	Oběžná aktiva	313 216	241 107	572 719	355 391
C.1	Zásoby	189 225	80 357	200 305	153 722
C.2	Dlouhodobé pohl.	6 207	3 096	837	127
C.3	Krátkodobé pohl.	47 606	59 947	154 681	57 670
C.4	Finanční majetek	70 178	97 707	216 896	143 872
D	Ostatní aktiva	432	4 087	2 309	833
	Pasiva celkem	357 186	305 717	641 417	462 391
A	Vlastní jmění	26 445	42 523	70 494	236 679
A.1	Základní jmění	3 720	3 720	14 880	37 200
A.2	Kapitálové fondy	39	39	39	39
A.3	Fondy tv. ze zisku	2 259	2 884	3 919	8 679
A.4	Hosp.výsl. min. let	12 530	19 727	21 899	21 623
A.5	Hosp.výsl. úč.obd.	7 897	16 153	29 757	169 138
B	Cizí zdroje	324 437	257 831	563 086	206 171
B. 1	Rezervy	1 648	1 639	0	2 553
B.2	Dlouhod. závazky	0	0	0	0
B.3	Krátkod. závazky	322 789	256 192	563 086	200 416
B.4	Bank. úvěry a výp.	0	0	0	0
C	Ostatní pasiva	6 304	5 363	7 837	19 541

	VÝKAZ ZISKU A ZTRÁT (v tis. Kč)				
		1996	1997	1998	1999
I.	Výkony a prodej zboží	677 908	785 647	739 008	1 434 455
I.1	Tržby za prodej vl. výrob. a sl.	648 318	884 811	616 547	1 470 549
I.2	Změna stavu vnit. zásob vl. výrobků	13 686	-110 599	120 547	- 70 825
I.3	Aktivace	15 904	11 435	1 914	34 731
A	Výkon.spotřeba	625 042	713 763	648 703	1 198 365
	<i>Přidaná hodnota</i>	<i>52 866</i>	<i>71 884</i>	<i>90 305</i>	<i>236 090</i>
B	Osobní náklady	29 794	45 977	49 136	60 080
C	Odpisy NIM a HIM	7 241	6 220	8 437	10 066
II.	Zúčt. rez., opr. pol.a čas. rozl. do pr. V	531	0	3 262	2 858
D	Tvorba rez., opr.pol. a čas.rozl. do pr. N	1 164	1 653	2 799	7 999
III.	Jiné prov. výnosy	2 241	2 714	3 545	4 321
E	Jiné pro. náklady	5 199	5 291	5 391	6 602
	Provozní hosp. výsledek	12 240	15 457	31 349	158 522
IV.	Zúčt. rez. a prav.pol. do fin. V	0	23	14	0
F	Tvorba rez.a opr. pol. do fin. N	22	14	0	7
V.	Jiné fin. výnosy	1 743	5 944	15 955	11 229
G	Jiné fin. náklady	6 526	9 802	18 128	58 543
	Hosp. výsledek z fin. oper. vč. daně z př. z běž. činn.	-4 805	-3 848	-2 159	-47 314
	Hosp. výsledek za běžnou činnost	7 435	11 609	29 190	111 208
VI.	Mimoř. výnosy	589	6 912	1002	1 061
H	Mimoř. náklady	127	2 367	435	123
	Mim.hosp.výsl.	462	4 545	567	937
	Hosp. výsledek za účetní období	7 897	16 153	29 757	112 145
	Nákladové úroky	1.308	457	18	1
	Výnosy celkem	683.012	801.217	762.772	1 453 924

Příloha 7-4.II: Výpočet zrychleného odepisování, daňové úspory z odpisů a její současné hodnoty

Nemovitosti jsou zařazeny v 5. odpisové skupině, kde pro zrychlené odepisování platí tyto koeficienty: - v prvním roce odepisování: koeficient $K1 = 30$
- v dalších letech odepisování: koeficient $KR = 31$.

Dále platí:

Nemovitosti jsou odepisovány z pořizovací ceny bez DPH.

Nemovitosti jsou odepisovány po dobu 30-ti let.

VC = vstupní cena bez DPH = 209.523.810,- Kč

ZC = zůstatková cena

N = počet let, po které byl již majetek odepisován

Výše odpisů je zaokrouhlována na celé koruny nahoru.

Výpočet daňového odpisu při zrychleném odepisování se provede podle ods. 2, § 32 zákona o daních z příjmů.

Rok	Výše daňového odpisu	Zůstatková cena
1.	6.984.127	202.539.683
2.	13.502.645	189.037.037
3.	13.037.037	176.000.000
4.	12.571.429	163.428.572
5.	12.105.820	151.322.752
6.	11.640.211	139.682.540
7.	11.174.603	128.507.937
8.	10.708.995	117.798.942
9.	10.243.386	107.555.556
10.	9.777.778	97.777.778
11.	9.312.169	88.465.609
12.	8.846.561	79.619.048
13.	8.380.952	71.238.095
14.	7.915.344	63.322.751
15.	7.449.735	55.873.016
16.	6.984.127	48.888.889
17.	6.518.519	42.370.370
18.	6.052.910	36.317.460
19.	5.587.302	30.730.159
20.	5.121.693	25.608.466
21.	4.656.085	20.952.381
22.	4.190.476	16.761.905
23.	3.724.868	13.037.037
24.	3.259.259	9.777.778
25.	2.793.651	6.984.127
26.	2.328.042	4.656.085
27.	1.862.434	2.793.651
28.	1.396.825	1.396.825
29.	931.217	465.608
30.	465.608	0

Tabulka 1: Výše daňového odpisu a zůstatkové ceny při zrychleném způsobu odepisování

Výpočet daňové úspory z odpisů a její současné hodnoty

Daňová úspora plynoucí z odpisů se vypočítá dle vzorce:

$$DU = O \cdot dp$$

Kde: DU = daňová úspora, neboli daňový štít,

O = výše ročního odpisu,

dp = daňová sazba v desetinném tvaru – daňová sazba pro rok 2000 je 31 %.

K převedení daňových úspor na jejich současné hodnoty se používá odúročitel, který má tvar:

$$\text{Odúročitel} = \frac{1}{(1 + rd)^{fn}}$$

Kde: rd = diskontní úroková míra v desetinném tvaru – je opět zvolena ve výši 6,0 % p.a.
fn = období, na které daňový odpis připadá.

Nesmí se přitom zapomenout na to, že začátek odepisování této nemovitosti připadá až na počátek roku 2002, a že tedy daňové úspory budou aktuální až v tomto roce. K této skutečnosti je také nutné přihlídnout při převodu daňových úspor na jejich současnou hodnotu.

Rok, na který připadá odpis	Výše ročního odpisu (v Kč)	Daňová úspora z odpisů (v Kč)	Současná hodnota daňových úspor (v Kč)
2002	6984127	2165079.37	1817842
2003	13502645	4185819.95	3315561
2004	13037037	4041481.47	3020030
2005	12571429	3897142.99	2747332
2006	12105820	3752804.2	2495829
2007	11640211	3608465.41	2263996
2008	11174603	3464126.93	2050411
2009	10708995	3319788.45	1853753
2010	10243386	3175449.66	1672787
2011	9777778	3031111.18	1506369
2012	9312169	2886772.39	1353432
2013	8846561	2742433.91	1212981
2014	8380952	2598095.12	1084094
2015	7915344	2453756.64	965912.2
2016	7449735	2309417.85	857635.6
2017	6984127	2165079.37	758522.1
2018	6518519	2020740.89	667881.2
2019	6052910	1876402.1	585071
2020	5587302	1732063.62	509495.9
2021	5121693	1587724.83	440601.7
2022	4656085	1443386.35	377874.6
2023	4190476	1299047.56	320836.9
2024	3724868	1154709.08	269045.6
2025	3259259	1010370.29	222089.5
2026	2793651	866031.81	179587.2
2027	2328042	721693.02	141184.9
2028	1862434	577354.54	106554.7
2029	1396825	433015.75	75392.43
2030	931217	288677.27	53277.34
2031	465608	144338.48	25130.79
			Σ 32 950 512

Tabulka 2: Výpočet současné hodnoty daňových úspor plynoucích z odpisů dané nemovitosti

8. Zhodnocení přínosů pro teorii a praxi

Přínosy předložené habilitační práce pro teorii a praxi jsou v této kapitole zhodnoceny prostřednictvím posouzení naplnění jednotlivých cílů vytyčených v úvodu práce.

Cíl 1: Poukázat na významnost a postavení problematiky nákladů kapitálu ve finančním řízení podniku:

- posoudit vliv kapitálové struktury a výše nákladů kapitálu na vytváření ekonomické přidané hodnoty,
- analyzovat rozhodovací problémy finančního řízení podniku, jejichž součástí jsou náklady kapitálu využívány.

Kapitálová struktura a náklady kapitálu mohou ovlivnit výši vytvořené ekonomické přidané hodnoty, která představuje cíl podnikání. V práci bylo poukázáno na významnost nákladů kapitálu jako faktoru tvorby kapitálové struktury, byly zmíněny i další faktory, které ovlivňují výši vytvořené hodnoty pro vlastníky podniku.

V rámci zpracování současného stavu teoretických přístupů k problematice, která je předmětem habilitační práce, bylo prokázáno vzájemné propojení a objasněny logické souvislosti v oblastech, které jsou obvykle zpracovávány samostatně (investiční rozhodování, kapitálová struktura, oceňování podniku, hodnocení výkonnosti podniku) a to prostřednictvím nákladů kapitálu jako spojovacího článku těchto oblastí finančního řízení podniku. Byla zde zdůrazněna významnost znalosti problematiky nákladů kapitálu a způsobů určování jejich výše. Ucelené zpracování uvedené problematiky umožňuje její využití v pedagogickém procesu, současně může být východiskem pro další vědecké práce. V podnikatelské sféře jsou sumarizované poznatky přínosné z hlediska pochopení významnosti znalosti problematiky nákladů kapitálu v kontextu s naplňováním podnikatelských cílů a mohly by podpořit úsilí při zvyšování poměrně malých znalostí této oblasti jak u managementu, tak i u vlastníků podniků.

Cíl 2: Zhodnotit teoretické přístupy k určování výše nákladů jednotlivých druhů kapitálu a průměrných nákladů na kapitál.

Metody určování výše nákladů kapitálu popsány v literatuře byly kriticky zhodnoceny a bylo poukázáno na skutečnosti, které mohou použití některých metod komplikovat. To je přínosem jak pro teorii, tak zejména pro praxi podniků.

Cíl 3: Analyzovat problematiku nákladů na kapitál v podmínkách mezinárodních trhů.

V procesu globalizace je nutné znát problematiku nákladů kapitálu v mezinárodním měřítku. V práci bylo poukázáno na možnosti snižování nákladů prostřednictvím využití mezinárodních trhů, a to buď prostřednictvím multinacionálních společností nebo získáváním kapitálu na mezinárodních finančních trzích. Znát tyto skutečnosti je přínosem pro management podniků, zejména v situaci, kdy je přístup ke zdrojům na domácím trhu značně omezený.

Cíl 4: Analyzovat využitelnost teoretických přístupů určování výše nákladů na kapitál v praxi podniků v České republice a navrhnout možnosti určování výše nákladů na kapitál v podmínkách české ekonomiky. Vypracovat doporučení pro jejich efektivní řízení.

Tohoto cíle bylo dosaženo na základě přehledu ekonomického vývoje v České republice a jeho vyhlídkách do budoucna, přehledu vývoje hospodaření podniku a názorů manažerů podniků na vybrané otázky finančního řízení získané prostřednictvím dotazníkových šetření. Přínosem pro praxi jsou navržená doporučení managementu podniků pro efektivní řízení nákladů, které vycházejí z teoretických poznatků, ale současně respektují omezující podmínky české ekonomiky. Významným přínosem je i výběr nejvhodnějších metod vyčíslování výše nákladů kapitálu z hlediska jejich použitelnosti v podmínkách české ekonomiky, případně jejich relativní jednoduchosti.

Cíl 5: Vypracovat soubor případových studií obsahujících rozhodovací úlohy finančního řízení podniku využívající k řešení problematiku nákladů kapitálu.

V práci jsou uvedeny čtyři případové studie. Tyto studie jsou využitelné v pedagogickém procesu v rámci výuky předmětu Financování a úvěrování na Fakultě managementu a ekonomiky UTB ve Zlíně, na jiných vysokých školách ekonomického zaměření a v rámci různých školicích kurzů v celoživotním vzdělávání. Vypracování studií považuji za zvláště přínosné – prakticky totiž ukazují, jak lze v konkrétních podmínkách praxe postupovat. Studie jsou obsáhlé, protože řeší poměrně složitou problematiku. Jejich výhodou však je, že na rozdíl od většiny publikovaných příkladů obsahujících problematiku nákladů kapitálu, situaci nejednodušují a dávají čtenáři návod, jak postupovat krok za krokem. Byly vybrány tak, aby demonstrovaly celou šíři problematiky nákladů kapitálu v řízení podniku.

Závěr

Předkládaná práce dle mého názoru splnila vytýčené cíle. Závěrem je nutno říci, že řešení problematiky nákladů kapitálu bylo velmi zajímavé a podnětné, na druhé straně však poměrně složité a obsáhlé.

Práce obsahuje široký záběr využití nákladů kapitálu v oblasti finančního řízení podniku, jejich využití v rozhodovacích procesech. V mnoha aspektech proto jen stručně poukazuje na jejich roli a na způsoby jejich řízení. V dalších pracích je proto možné zpracování problematiky rozšířit. Tento prostor vidím zejména v otázkách vyčíslování a řízení nákladů kapitálu holdingových společností, ať už v měřítku domácí ekonomiky nebo multinacionálních společností s využitím mezinárodních finančních trhů.

Zájem o problematiku nákladů kapitálu u odborné veřejnosti vzrůstá. Tuto zkušenost mám z projeveného zájmu při účasti a prezentaci dosažených poznatků na domácích i zahraničních konferencích i ze spolupráce s podnikovou praxí. Věřím proto, že poznatky uveřejněné v této práci poslouží ke zvýšení znalostí této problematiky a vyvolá další diskusi odborné veřejnosti.

Použitá literatura

1. BILLINGSLEY, R., SMITH, D., LAMY, R. Simultaneous Debt and Equity Issues and Capital structure Targets. *Journal of Financial Research*, Winter 1997, pp. 495 – 516.
2. BLAKE, D. *Analýza finančních trhů*. Praha: Grada Publishing, s.r.o., 1995. ISBN 80-7169-201-8.
3. BOWEN, R., DALEY, L., HUBER, C. Leverage Measures and Industrial Classification: Review and Additional Evidence. *Financial Management* Winter 1982, pp. 10 – 20.
4. BRADLEY, M., JARRELL, G.A., KIM, E.H. On the existence of an optimal capital structure: Theory and Evidence. *Journal of Finance* (39) 1984: pp.857-878.
5. BREALEY, R. A., MYERS, S. C. *Teorie a praxe firemních financí*. Praha: Victoria Publishing, 1992. ISBN 80-85605-24-4.
6. BRENNAN, M.J. Corporate Finance Over the Past 25 Years, *Financial Management*, Vol.24, No. 2, Summer 1995, pp. 9-22.
7. COPELAND, T., KOLLER, T., MURRIN, J. *Stanovení hodnoty firem*. Praha: Victoria Publishing, 1991. ISBN 80-85605-41-4.
8. DeANGELO, H., MASULIS, R. Optimal Capital Structure under Corporate Taxation. *Journal of Financial Economics* (8) 1980: pp. 5-29.
9. DEANGELO, H., MASULISOPTIMAL, R. Capital structure under Corporate and Personal Taxation. *Journal of -Financial Economies*, Urarcl 1980, pp. 3 - 30.
10. DEANGELO, H., MASULIS, R. Optimal Capital structure under Corporate and Personal Taxation. *Journal of -Financial Economies*, Urarcl 1980, pp. 3 - 30.
11. DEMIRAG, I., GODDARD, S. *Financial Management for International Business*. McGraw-Hill Book Company International (UK) Limited, 1994. ISBN 0-070707869-1.
12. DROBNÝ, J.G., PAVELKOVÁ, D., SÁHA, P., TRNKA, F., CHOVANCOVÁ, M. Business Oportunities in the Czech Republic. In: *Conference Proceedings Volume III – Special Areas, ANTEC 2001*. Dallas, Texas, May 6 – 10. 2001. ISBN 1-58716-098-6
13. DULLUM, K.B., STONEHILL, A. Towards an International Cost of Capital. *Nationalekonomisk Tidsskrift*, No. 1 , pp. 43-60.
14. DURČÁKOVÁ, J., MANDEL, M. *Mezinárodní finance*. VŠE, Praha. ISBN 80-7079-339-2.
15. DHILLON, U.S., JOHNSON, H. The Effect of Dividend Changes on Stock and Bond Prices. *The Journal of Finance* Vol. XLIX, No.1 1994: pp.281-89.

16. EAKER, M.R., GRANT, D.M. Currency Hedging Strategies for Internationally Diversified Equity Portfolios. *The Journal of Portfolio Management*, Fall 1990, pp.30-32.
17. FAMA, E.F. What's Different about Banks? *Journal of Monetary Economics*, January 1985, pp. 29 - 39.
18. FILIP, M. Dividends in the Czech Capital Market and an Optimal Investment Strategy, *Finance a úvěr*, 2000, č.12 ISSN 0015-1920.
19. FISCHER, E., HEINKEL, R., ZECHNER, J. Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Tests. *Journal of Finance*, March 1989, pp. 19 - 40.
20. FOTR, J. *Podnikatelský plán a investiční rozhodování*. Praha: Grada Publishing, 1995. ISBN 80-85623-20-X.
21. HOLDER, M. E., LANGREHR, F. W., HEXTER, J. L. *Financial Management*, Vol. 27, No. 3, Autumn 1998, pp. 73 – 82.
22. HRDÝ, M. Aplikační problémy optimalizace finanční struktury konkrétního podniku. *Účetnictví*, 2000, č. 3,4,5. ISSN 0139-5661.
23. HULL, R. M. Leverage Ratios, Industry Norms and Stock Price Reaction. An Empirical Investigation of Stock - for - Debt Transactions, *Fin. Management*, Vol. 28, No. 2, Summer 1999, pp. 32 – 45.
24. HULL, R.M., MOELLENBERNDT, R. Bank Debt Signalling. *Financial Management*, Summer 1997, pp. 21 – 30.
25. CHUNG, K.H. Asset Characteristics and Corporate Debt Policy: An Empirical Test. *Journal of Business Finance and Accounting* 20 (1) 1993: pp.5-12.
26. JAMES, C.M. Some Evidence on the Uniqueness of Bank Loans. *Journal of Financial Economics*, December 1987, pp. 217 – 235.
27. JAROLÍM, M. Zahraniční investice a produktivita firem. *Finance a úvěr*, č. 9, roč. 50, 2000. ISSN 0015-1920.
28. JENSEN, M. C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review*, May 1986, Vol. 76, No. 2, pp. 323 – 329.
29. JENSEN, M., MECKLING W. Theory of The Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, October 1976, 305 - 360.
30. JÍLEK, J. *Finanční trhy*. Praha: Grada Publishing, 1997. ISBN 80-7169-453-3.
31. JOHNSON, S. A. The Effect of Bank Debt on Optimal Capital Structure. *Financial Management*, Vol. 26, No. 4, Winter 1997, pp. 4756.
32. KAPLAN, D. P., JAMES, D. P. Full Information Industry Betas. *Financial Management*, Vol. 27, No. 2, Summer 1998, pp. 85 – 93.
33. KIM, E. Miller' s Equilibrium, Shareholder Leverage Clienteles and Optimal capital structure. *Journal of Finance*, May 1982, pp. 301 - 320.

34. KIM, SUK H., KIM, SEUNG H. *Global Corporate Finance*. Blackwell Publishers Inc., 1999, 4th Edition. ISBN 0-631-21091-1.
35. KISLINGEROVÁ, E., NEUMAIEROVÁ, I. *Vybrané příklady firemní výkonnosti podniku*. Praha: VŠE Praha, 1998. ISBN 80-7079-641-3.
36. KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. Praha: C.H.Beck, 1999. ISBN 80-7179-227-6.
37. KOCH, P. D., SHENOY, C. The Information Content of Dividend and Capital structure Policies. *Fin. Ulanag.*, Vol. 28, No. 4, Winter 1999, pp. 16 – 35.
38. KONEČNÝ, M. *Finanční analýza a plánování*. Brno: PC-DIR spol. s r.o, 1996. ISBN 80-214-0841-3.
39. KOVANICOVÁ, D., KOVANIC, P. *Poklady skryté v účetnictví*. Díl I a II. Praha: Polygon, nakladatelství agentury BOVA, 1995. ISBN 80-901778-4-0.
40. KOVANICOVÁ, D. a kol. *Finanční účetnictví v kontextu současného vývoje*. Praha: Polygon, 1997. ISBN 80-85967-51-0.
41. KRAFTOVÁ, I., PILAŘ, J. EVA – investorské kritérium hodnocení firmy: Vybrané problémy praktické aplikace u českých podniků, *E+M* 1/2001, roč. IV., vydává Technická univerzita, Hospodářská fakulta v Liberci. ISSN 1212-3609.
42. KRAUS, A., LITZENBERGER, R. A. State - Preference Model of Optimal Financial Leverage: *Journal of Finance*, September 1973, pp. 911 - 922.
43. LELAND, H., PYLE, D. Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation. *Journal of Finance*, May 1977, pp. 31 - 388.
44. LELAND, H. Corporate Debt Value, Bond Covenants, and Opt. Cap. Structure. *Journal of Finance*, September 1994, pp. 1213 - 1252.
45. LEVY, H., SARNAT, M. *Kapitálové investice a finanční rozhodování*. Praha: Grada Publishing, 1999, ISBN 80-7169-504-1.
46. LUCAS, D., MCDONALD, R. Equity Issues and Stock Price Dynamics. *Journal of Finance*, September 1990, pp. 1019-1044
47. MacKIE-MASON, J.K. Do Firms Care Who Provides Their Financing? In: Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment. A National Bureau of Economic Research Project Report, 1990: pp. 63-103.
48. MADURA, J. *International Financial Management*, 5th Edition. International Thomson Publishing: 1998, ISBN 0-538-87787-1.
49. MAREK, P. *Dividendová politika*. Praha: NAD ZLATO, 1993. ISBN 80-85626-11-X.
50. MAŘÍK, M. *Oceňování podniků*. Praha: Ekopress, 1996. ISBN 901991-1-9.
51. MAŘÍK, M. *Koupě podniku jako součást podnikové strategie*. Praha: VŠE, 1997. ISBN 80-7079-558-1.
52. MAŘÍK, M. *Určování hodnoty firem*. Praha: Ekopress, 1998. ISBN 80-86119-09-2.

53. MAUER, D., TRIANTIS, A. Interactions of Corporate Financing and Investment Decisions : A Dynamic Framework. *Journal of Finance*, September 1994, pp. 1253 - 1278.
54. MEJSTŘÍK, M. Makroekonomické a finanční aspekty rozvoje eurozóny. *Finance a úvěr*, č.6, roč.50, 2000. ISSN 0015-1920.
55. MILLER, M.H., MODIGLIANI, F. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. *Journal of Business* (October) 1961: pp. 411-433.
56. MILLER, M.H. Debt and Taxes. *Journal of Finance* (32:2) May 1977: pp.261-275.
57. MILLER, M.H., ROCK, K. Dividend Policy Under Assymetric Information. *Journal of Finance* 1985: pp. 1031-1051.
58. MODIGLIANI, F., MILLER, M.H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review* (48) 1958: pp.261-297.
59. MODIGLIANI, F., MILLER, M. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: *American Economic Review*, June 1963, pp. 433 – 443.
60. MOXTER, A. *Grundsätze Ordnungsmässiger Unternehmensbewertung*. Wiesbaden: Gabler, 1983.
61. MYERS, S.C. 1977. Determinants of Corporate Borrowing. *Journal of Financial Economics* (5) 1977: pp. 147-76.
62. MYERS, S.C., MAJLUF, N.S. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics* (13) 1984: pp.187-221.
63. MYERS, S.C. The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance* (39) July 1984: pp. 581-582.
64. NEUMAIEROVÁ, I. *Řízení hodnoty*. Praha: VŠE, 1998. ISBN 80-7079-921-8.
65. NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I. Využití teorie hodnoty v praxi podnikání. *Moderní řízení*, 6/2000, s.75-78, ISSN 0026-8720.
66. OXENHEIM, L., STONEHILL, A., RANDOY, T., VIKKULA, K., DULLUM, K.B., MODÉN, K. *Corporate Strategies to Internationalise the Cost of Capital*. Copenhagen Business School Press: 1998. ISBN 87-16-13271-8.
67. PAVELKOVÁ, D. Stanovení hodnoty firmy. *Moderní řízení*, 1996, roč. XXXI., č.1, s. 36-39. ISSN 0026-8720.
68. PAVELKOVÁ, D. *Dlouhodobé financování a tržní hodnota podniku*. Disertační práce. VUT Brno, Fakulta podnikatelská, 1998.
69. PAVELKOVÁ, D. Převládá nechuť k vyplácení. *Ekonom*, 1999, roč.43, č. 22, s.48-49. ISSN 1210-0714.
70. PAVELKOVÁ, D. Factors Influencing the Dividend Policy of Czech Companies. *Czech Business and Trade*, 2000, No. 2, pp.11-12. ISSN 1211-2208.
71. PAVELKOVÁ, D. Učíme se pomalu. *Ekonom*, 2000, č.43, s.36-38, ISSN 1210-0714.

72. PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A., NOVÁK, T., PALIČKA, S., LIPOWSKI, V.: Týmová práce studentů při řešení problematiky finančních toků v podniku. Řešeno v rámci úkolu Fondu rozvoje VŠ, Zlín: FaME Univerzita Tomáše Bati, 2001.
73. PAVELKOVÁ, D. Cost of Capital in the Czech Republic. *Czech Business and Trade*, June 2001, pp.42-43. ISSN 1211-2208.
74. PERTL, M., ZEDERBAUER, A. Shareholder Value. *Finanznachrichten*, 74, Heft 25, 1997
75. PLUHAŘ, R. Úvěrové riziko dluhopisů a jeho charakteristiky, specifika domácích dluhopisů. *Finance a úvěr*, č.3, roč.51, 2001. ISSN 0015-1920.
76. PODPIERA, R. Efektivnost českého finančního trhu ve světle snižování úrokových sazeb. *Finance a úvěr*, č.5, roč. 50, 2000. ISSN 0015-1920.
77. PODPIERA, R. Interakce mezi trhy a duálně kótované akcie: případ České republiky. *Finance a úvěr*, č.3, roč.51, 2001. ISSN 0015-1920.
78. PODPIERA, R. Efektivnost finančních trhů v tranzitivních ekonomikách. *Finance a úvěr*, č.11, roč. 50, 2000. ISSN 0015-1920.
79. ROLL, R., ROSS, S.A. An Empirical Investigation of the Arbitrage Pricing Theory. *Journal of Finance*, December 1980.
80. ROSE, P.S. Peněžní a kapitálové trhy. Praha: Victoria Publishing, a.s., 1993. ISBN 80-85605-52-X.
81. ROSS, S. Debt and Taxes and Uncertainty. *Journal of Finance*, July 1985, pp. 637-658.
82. ROSS, S. The Determination of Financial Structure: The Incentive - Signalling Approach. *Bell Journal of Economics*, Spring 1997, pp. 23 – 40
83. ROSS, S. Debt and Taxes and Uncertainty. *Journal of Finance*, July 1985, pp. 637 - 658.
84. SCHALL, L.D., HALEY, Ch.W. Introduction to Financial Management. New York, McGraw Hill, Inc., 1991.
85. SEDLÁČEK, J. Účetní data v rukou manažera. Brno: Computer Press, 1999. ISBN 80-7226-140-1.
86. SHAPIRO, A.C. Financial Structure and the Cost of Capital in the Multinational Corporation. *Journal Of Financial and Quantitative Analysis*, June 1978, pp. 211-226.
87. SHAPIRO, A. *Multinational Financial Management*, 3rd Edition, Allyn and Bacon, Massachusetts, 1989.
88. SLOVIN, M.B., JOHNSON, S. A., GLASCOCK, J. L. Firm Size and the Information Content of Bank Loan Announcements. *Journal of Banking and Finance*, December 1192, pp. 1057 – 1071.
89. SOLNIK, B. *International Investments*, Readind, Mass.: Addison-Wesley, 1996.
90. SOMMER, M. Model oceňování kapitálových aktiv a český kapitálový trh. *Finance a úvěr*, 1997a, č. 5. ISSN 0015-1920.

91. SOMMER, M. Pojetí bety jako ukazatele rizika na českém kapitálovém trhu. 1.část. *Finance a úvěr*, 1997b, roč. 47, č. 7, s. 397-402. ISSN 0015-1920.
92. SOMMER, M. Pojetí bety jako ukazatele rizika na českém kapitálovém trhu. 2. část. *Finance a úvěr*, 1997b, roč. 47, č. 8, s. 463-476. ISSN 0015-1920.
93. SWEENEY, R. J., WARGA, A. D., WINTERS, D. The market Value of Debt, Market Versus Book Value of Debt, and Returns to Assets. *Financial Management*, Vol. 26, No. 1, Spring 1997, pp. 5 – 21.
94. SYNEK, M. a kol. *Podniková ekonomika*. Praha: Aleko, 1992. ISBN 80-85341-37-9.
95. VALACH, J. *Finanční řízení podniku*. Praha: EKOPRESS, 1997. ISBN 80-901991-6-X.
96. VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 1.část. Praha: VŠE, 1997. ISBN 80-7079-520-4.
97. VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 2.část. Praha: VŠE, 1997. ISBN 80-7079-067-9.
98. VLACHYNSKÝ, K. a kol. *Podnikové finance*. II.část'. Bratislava: Súvaha, spol.s r.o., 1994. ISBN 80-88727-08-1.
99. VOGT, S. C. Cash Flow and Capital spending: Evidence from Capital Expenditure Announcements. *Financial Management*, Vol. 26, No. 2, Summer 1997, pp. 44 - 57.
100. WAWROSZ, P. *Zdroje financování podnikatelské činnosti*. Praha: Sagit, 1999. ISBN 80-7208-106-3.
101. WEIHRICH, H., KOONTZ, H. *Management*. Praha: Victoria Publishing, 1993. ISBN 80- 85605-45-7.
102. WÖHE, G. *Úvod do podnikového hospodářství*. Praha:C.H.Beck, 1995.ISBN 80-7179-014-1.
103. Interní materiály podniků
104. Ročenka Hospodářských novin 2001

www stránky:

www.cnb.cz

www.czso.cz

www.finance.cz

www.mfcr.cz

www.mpo.cz

Použité zákony:

Zákon č.530/1990 Sb., o dluhopisech, ve znění pozdějších předpisů

Zákon č.455/1991 Sb. o živnostenském podnikání ve znění pozdějších předpisů

Zákon č.513/1991 Sb., obchodní zákoník ve znění pozdějších předpisů

Zákon č. 21/1992 Sb., o bankách, ve znění pozdějších předpisů

Zákon č.248/1992 Sb., o investičních společnostech a investičních fondech, ve znění pozdějších předpisů

Zákon ČNR č. 586/1992 Sb. o daních z příjmů ve znění pozdějších zákonů

Zákon č.591/1992 Sb., o cenných papírech ve znění pozdějších předpisů

Zákon č. 219/1995 Sb., devizový zákon ve znění zákona č. 159/2000 Sb. a zákona č. 362/2000 Sb.

PŘÍLOHY

PŘÍLOHA A:

Srovnávací tabulka ratingového ohodnocení vybraných zemí

Zdroj: Česká národní banka

PŘÍLOHA B:

Platební bilance České republiky (1993 – 1. Q. 2001)

Zdroj: Česká národní banka

PŘÍLOHA C:

Investiční pozice ČR vůči zahraničí (1993 – 1. Q. 2001)

Zdroj: Česká národní banka

PŘÍLOHA D:

Žádosti o prostředky z Fondu rizikového kapitálu (1996 – 2000)

Výše finančních prostředků na podporu podnikání pro MSP (1996 – 2001)

Zdroj: Ministerstvo průmyslu a obchodu

PŘÍLOHA E:

R_e (alternativní náklad vlastního kapitálu) v r. 2000 - průmysl a stavebnictví

Zdroj: Ministerstvo průmyslu a obchodu

PŘÍLOHA F:

Vlivy na meztroční změnu EVA (1999-2000) - průmysl

Zdroj: Ministerstvo průmyslu a obchodu

PŘÍLOHA G:

Dotazník k vybraným otázkám finančního řízení adresovaný finančním (ekonomickým) ředitelům

podniků obchodovaných na hlavním a vedlejším trhu BCPP, a.s.

Zdroj: vlastní zpracování

PŘÍLOHA H:

Dotazník k vybraným otázkám finančního řízení adresovaný malým a středním podnikům

Zdroj: vlastní zpracování

Srovnávací tabulka ratingového ohodnocení vybraných zemí

WOODY'S		STANDARD & POOR'S		Fitch-IBCA
Investiční stupně				
aa	Francie, Německo, Nizozemsko, Rakousko, USA Švýcarsko, Anglie, Finsko, Norsko, Dánsko, Irsko	AAA	Francie, Japonsko, Německo, Nizozemsko, Norsko, Rakousko, Švýcarsko, USA, Anglie, Singapur	Rakousko, Finsko, Francie, Německo, Nizozemsko, Norsko, USA, Švýcarsko, Anglie, Irsko
aa1	Belgie, Japonsko, Kanada, Švédsko, Singapur	AA+	Belgie, Dánsko, Kanada, Švédsko, Finsko, Irsko, Španělsko, Austrálie, Tchaj-wan, Nový Zéland	Dánsko, Japonsko, Španělsko, Singapur
aa2	Austrálie, Portugalsko, Španělsko, Nový Zéland	AA	Itálie, Portugalsko,	Kanada, Švédsko, Portugalsko, Austrálie
aa3	Island, Itálie, Tchaj-wan	AA-		Itálie, Belgie, Island
a1		A+	Island	Hongkong
a2	Kypr, Řecko, SAE, Izrael	A	Slovinsko, Kypr, Kuvajt, Hongkong	Kuvajt, Slovinsko
a3	Čína, Slovinsko, Hongkong	A-	Chile, Izrael, Řecko, ČESKÁ REPUBLIKA	Chile, Čína, Izrael, Řecko
aa1	Chile, ČESKÁ REPUBLIKA Estonsko, Maďarsko, Polsko, Kuvajt	BBB+	Estonsko, Maďarsko , Polsko	ČESKÁ REPUBLIKA Polsko, Maďarsko, J.Korea
aa2	Lotyšsko, J. Korea	BBB	J.Korea, Čína, Lotyšsko, Malajsie	Estonsko, Lotyšsko, Malajsie
aa3	Chorvatsko, J.Afrika, Mexiko, Malajsie, S.Arábie	BBB-	Chorvatsko, Litva, Egypt, J.Afrika	Egypt
WOODY'S		STANDARD & POOR'S		Fitch-IBCA
Spekulativní stupně				
a1	Slovensko, Litva, Egypt	BB+	Slovensko, Mexiko	Slovensko, Litva, Indie, Mexiko, Chorvatsko
a2	Indie	BB	Indie, Argentina	J.Afrika, Argentina
a3		BB-	Kazachstán	Kazachstán, Turecko, Brazílie
a1	Vietnam, Argentina, Kazachstán, Turecko	B+	Brazílie, Bulharsko, Turecko	Bulharsko
a2	Brazílie, Bulharsko, Irán, Turkmenistán	B		
a3	Rusko, Rumunsko, Indonésie	B-	Rumunsko, Pákistán	Rumunsko, Moldova, Turkmenistán, Indonésie
aa1	Pákistán, Kuba, Ukrajina	CCC+	Indonésie	
aa2		CCC		Rusko
aa3		CCC-		
		SD	Rusko, Pákistán	

Platební bilance

v mil. Kč	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	I. Q 2001
A. Běžný účet	13 286,7	-22 643,2	-36 331,3	-116 510,6	-101 856,2	-43 101,0	-54 221,4	-91 428,1	-26 665,5
Obchodní bilance	-15 313,0	-39 750,9	-97 598,6	-159 538,6	-144 025,9	-82 394,8	-65 830,8	-126 783,0	-30 130,0
vývoz	414 833,0	458 436,6	569 549,1	588 791,5	722 501,0	850 308,0	908 756,0	1 120 427,0	316 234,0
dovoz	430 146,0	498 187,5	667 147,7	748 130,1	866 526,9	932 702,8	974 586,8	1 247 210,0	346 364,0
Bilance služeb	29 465,2	14 052,8	48 881,2	52 198,9	55 935,0	57 854,7	38 119,3	53 861,9	7 969,0
příjmy	137 691,2	148 404,0	178 270,4	222 030,4	227 193,6	241 801,2	239 709,0	279 574,2	55 572,0
doprava	36 186,6	35 757,9	38 757,4	36 209,6	41 661,6	44 829,3	53 520,3	53 732,7	13 471,7
cestovní ruch	45 437,4	64 170,3	76 301,3	110 620,0	115 700,0	120 000,0	105 000,0	110 700,0	21 800,0
ostatní služby	56 067,2	48 475,8	63 211,7	75 200,8	69 832,0	76 971,9	81 188,7	115 141,5	20 300,3
výdaje	108 226,0	134 351,2	129 389,2	169 831,5	171 258,6	183 946,5	201 589,7	225 712,3	47 603,0
doprava	21 402,1	24 542,4	21 208,9	18 983,3	19 973,6	22 794,0	27 071,4	27 787,1	8 616,4
cestovní ruch	15 368,3	45 605,6	43 330,3	80 170,0	75 500,0	60 300,0	51 000,0	48 500,0	9 700,0
ostatní služby	71 455,6	64 203,2	64 850,0	70 678,2	75 785,0	100 852,5	123 518,3	149 425,2	29 286,6
Bilance výnosů	-3 424,7	-580,8	-2 804,0	-19 611,0	-25 102,4	-31 708,0	-44 187,6	-29 495,1	-7 007,2
výnosy	15 952,0	22 713,2	31 696,1	31 765,9	44 696,0	45 945,4	56 867,3	70 639,4	19 517,4
náklady	19 376,7	23 294,0	34 500,1	51 376,9	69 798,4	77 653,4	101 054,9	100 134,5	26 524,6
Běžné převody	2 559,2	3 635,7	15 190,1	10 440,1	11 337,1	13 147,1	17 677,7	10 988,1	2 502,7
příjmy	7 024,5	8 523,3	17 631,6	16 752,7	27 402,5	25 387,9	37 184,4	27 604,6	5 127,0
výdaje	4 465,3	4 887,6	2 441,5	6 312,6	16 065,4	12 240,8	19 506,7	16 616,5	2 624,3
B. Kapitálový účet	-16 175,0	0,0	179,1	15,6	315,9	65,8	-73,2	-195,3	-43,0
příjmy	5 976,0	307,8	307,8	28,1	493,0	454,6	637,3	224,9	10,0
výdaje	22 151,0		128,7	12,5	177,1	388,8	710,5	470,2	53,0
<i>Celkem A a B</i>	<i>-2 888,3</i>	<i>-22 643,2</i>	<i>-36 152,2</i>	<i>-116 495,0</i>	<i>-101 540,3</i>	<i>-43 035,2</i>	<i>-54 294,6</i>	<i>-91 623,4</i>	<i>-26 708,5</i>
C. Finanční účet	88 184,7	97 019,7	218 288,5	113 582,5	34 319,1	94 324,5	106 564,4	129 632,2	29 639,4
Přímé investice	16 421,8	21 551,1	67 021,2	34 624,8	40 451,4	115 866,3	215 703,9	172 768,1	34 451,5
v zahraničí	-2 628,6	-3 443,3	-971,6	-4 150,0	-800,0	-4 102,2	-3 107,6	-4 557,6	-218,1
základní jmění a reinvestovaný zisk	-2 628,6	-3 443,3	-971,6	-4 150,0	-800,0	-2 538,8	-2 585,3	-4 005,0	-410,9
ostatní kapitál						-1 563,4	-522,3	-552,6	-192,8
zahraniční v tuzemsku	19 050,4	24 994,4	67 992,8	38 774,8	41 251,4	119 968,5	218 811,5	177 325,7	34 669,6
základní jmění a reinvestovaný zisk	19 050,4	24 994,4	67 992,8	38 774,8	41 251,4	87 762,8	192 615,5	162 378,8	32 949,3
ostatní kapitál						32 205,7	26 196,0	14 946,9	1 720,3
Portfoliové investice	46 658,5	24 595,9	36 144,4	19 692,5	34 438,9	34 508,2	-48 268,9	-68 172,9	9 476,5
aktiva	-6 686,9	-1 327,1	-8 565,6	-1 291,1	-6 006,8	-755,1	-65 608,0	-86 631,8	-1 946,8
majetkové cenné papíry a účasti	-6 686,9	-1 327,1	-8 565,6	-1 291,1	19,9	3 855,7	-48 965,2	-44 181,0	-1 862,1
díluhové cenné papíry					-6 026,7	-4 610,8	-16 642,8	-42 450,8	-84,7
pasiva	53 345,4	25 923,0	44 710,0	20 983,6	40 445,7	35 263,3	17 339,1	18 458,9	11 423,3
majetkové cenné papíry a účasti	32 569,8	14 369,8	32 761,7	16 340,9	13 783,7	34 846,2	4 394,2	23 810,9	2 984,6
díluhové cenné papíry	20 775,6	11 553,2	11 948,3	4 642,7	26 662,0	417,1	12 944,9	-5 352,0	8 438,7
Finanční deriváty	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1 817,9	348,4
aktiva								-4 916,7	-2 206,3
pasiva								3 098,8	2 554,7
Ostatní investice	25 104,4	50 872,7	115 122,9	59 265,2	-40 571,2	-56 050,0	-60 870,6	26 854,9	-14 637,0
aktiva	-83 911,4	-69 582,4	-66 050,8	-64 646,8	-142 725,1	-46 628,7	-91 273,9	35 832,1	-27 001,1
díluhodobá	13 340,8	12 046,4	1 384,4	-10 769,8	-11 117,6	-24 280,2	-23 884,0	21 322,2	-5 805,4
ČNB									
obchodní banky	-1 431,5	-31,7	-3 353,6	-14 168,2	-11 907,4	-26 952,8	-25 858,5	14 362,2	-9 294,5
vláda	8 323,3	8 175,1	3 335,0	1 286,4	519,8	630,3	977,5	2 937,0	1 441,1
ostatní sektor	6 449,0	3 903,0	1 403,0	2 112,0	270,0	2 042,3	997,0	4 023,0	2 048,0
krátkodobá	-97 252,2	-81 628,8	-67 435,2	-53 877,0	-131 607,5	-22 348,5	-67 389,9	14 509,9	-21 195,7
obchodní banky	2 163,0	-4 289,4	-2 446,2	-48 976,0	-122 038,5	-21 641,6	-63 804,7	22 001,9	-17 639,7
vláda	-97 397,2	-76 040,4	-60 179,4						
ostatní sektor	-2 018,0	-1 299,0	-4 809,6	-4 901,0	-9 569,0	-706,9	-3 585,2	-7 492,0	-3 556,0
pasiva	109 015,8	120 455,1	181 173,7	123 912,0	102 153,9	-9 421,3	30 403,3	-8 977,2	12 364,1
díluhodobá	10 131,9	19 865,1	87 965,8	95 193,1	24 047,6	-39 840,7	-1 286,1	-26 212,5	1 716,2
ČNB	1 297,3	-31 712,7	997,8		-368,0	-216,4	-2 083,5	-22,8	-11,1
obchodní banky	-2 116,6	11 189,6	60 359,6	46 733,5	-14 875,1	-14 399,2	-7 109,5	-31 523,7	2 131,5
vláda	-3 421,5	-5 249,5	-12 047,3	-7 132,6	-11 581,9	-11 765,4	-6 384,3	-1 837,6	-846,3
ostatní sektor	14 372,7	45 637,7	38 655,7	55 592,0	50 873,0	-13 459,7	14 291,2	7 171,6	442,1
krátkodobá	98 883,9	100 590,0	93 207,9	28 718,9	78 106,1	30 419,4	31 689,4	17 235,3	10 647,9
ČNB	1 670,5	-1 634,7	77,1	-59,6	9,9	-6,0	84,9	-17,0	2,1
obchodní banky	2 480,8	14 016,0	27 636,1	30 574,9	67 383,7	24 445,9	36 615,6	-3 812,5	2 063,3
vláda	91 895,5	86 555,8	56 262,2	-899,6	-69,5	-216,5	-103,2		
ostatní sektor	2 836,1	1 652,9	9 232,5	-896,8	10 802,0	6 196,0	-4 907,9	21 064,8	8 582,5
<i>Celkem A, B a C</i>	<i>85 296,4</i>	<i>74 376,5</i>	<i>182 136,3</i>	<i>2 912,5</i>	<i>-67 221,2</i>	<i>51 289,3</i>	<i>52 269,8</i>	<i>38 008,8</i>	<i>2 930,9</i>
D. Saldo chyb a opomenutí, kursové rozdíly	3 019,8	-6 121,9	15 779,4	-19 562,6	11 181,2	11 325,7	4 866,9	-6 416,0	3 849,6
<i>Celkem A, B, C a D</i>	<i>88 316,2</i>	<i>68 254,6</i>	<i>197 915,7</i>	<i>22 475,1</i>	<i>56 040,0</i>	<i>62 615,0</i>	<i>57 136,7</i>	<i>31 592,8</i>	<i>6 780,5</i>
E. Změna devizových rezerv (nárust)	-88 316,2	-68 254,6	-197 915,7	22 475,1	56 040,0	-62 615,0	-57 136,7	-31 592,8	-6 780,5

v mil. Kč	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	I.Q 2001
PASÍVA	423 237,7	507 337,9	723 101,9	906 073,2	1 138 248,1	1 204 984,0	1 458 893,3	1 619 540,0	1 678 630,7
Přímé investice v České republice	102 539,1	127 533,5	195 526,3	234 301,1	319 820,3	429 167,8	631 505,3	797 681,6	832 046,6
základní jmění	102 539,1	127 533,5	195 526,3	234 301,1	284 674,7	364 816,5	538 379,3	689 887,3	722 836,6
ostatní kapitál					35 145,6	64 351,3	93 126,0	107 794,3	109 210,0
Portfoliové investice	58 583,9	81 617,5	124 933,6	144 807,4	169 032,7	166 128,1	165 579,2	164 592,0	172 166,3
majetkové cenné papíry a účasti	32 985,2	37 335,6	70 280,4	92 867,8	104 862,3	113 247,2	98 011,8	115 670,6	117 988,3
dluhové cenné papíry	25 598,7	44 281,9	54 653,2	51 939,6	64 170,4	52 880,9	67 567,4	48 921,4	54 178,0
Finanční deriváty								5 307,9	7 862,6
Ostatní investice	262 114,7	298 186,9	402 642,0	526 964,7	649 395,1	609 688,1	661 808,8	651 958,5	666 555,2
dlouhodobě	192 426,3	207 289,7	279 388,9	374 814,7	426 270,1	358 510,5	379 172,2	352 323,4	357 106,8
ČNB	33 697,4	1 695,7	2 491,5	2 272,7	2 188,3	1 883,3	197,1	180,4	166,4
obchodní banky	16 175,5	26 040,1	90 299,3	143 454,2	143 120,2	124 286,3	118 368,9	84 607,4	87 107,3
vláda	82 295,1	76 533,9	53 200,2	44 003,7	38 001,1	23 789,1	20 813,0	19 215,8	18 465,1
ostatní sektory	60 258,3	103 020,0	133 397,9	185 084,1	242 960,5	208 551,8	239 793,2	248 319,8	251 368,0
krátkodobě	69 688,4	90 897,2	123 253,1	152 150,0	223 125,0	251 177,6	282 636,6	299 635,1	309 448,4
ČNB	4 581,0	37,9	115,0	55,3	45,5	39,5	25,8	8,8	10,9
obchodní banky	22 249,3	41 339,9	69 502,9	101 543,5	168 927,1	193 373,0	229 988,7	226 176,2	228 239,5
vláda		5 013,4	1 104,1	314,8	287,5	103,2			
ostatní sektory	42 858,1	44 506,0	52 531,1	50 236,4	53 864,9	57 661,9	52 622,1	73 450,1	81 198,0
Saldo investiční pozice	114 461,5	66 846,7	58 901,6	-68 930,0	-106 837,4	-117 476,7	-110 938,4	-168 966,9	-185 128,8

PŘÍLOHA D

Žádosti o prostředky z Fondu rizikového kapitálu

Rok	Počet podaných žádostí	Počet zainvestovaných projektů
1996	136	3
1997	165	4
1998	163	3
1999	104	0
2000 (1 – 3 čtv.)	101	0

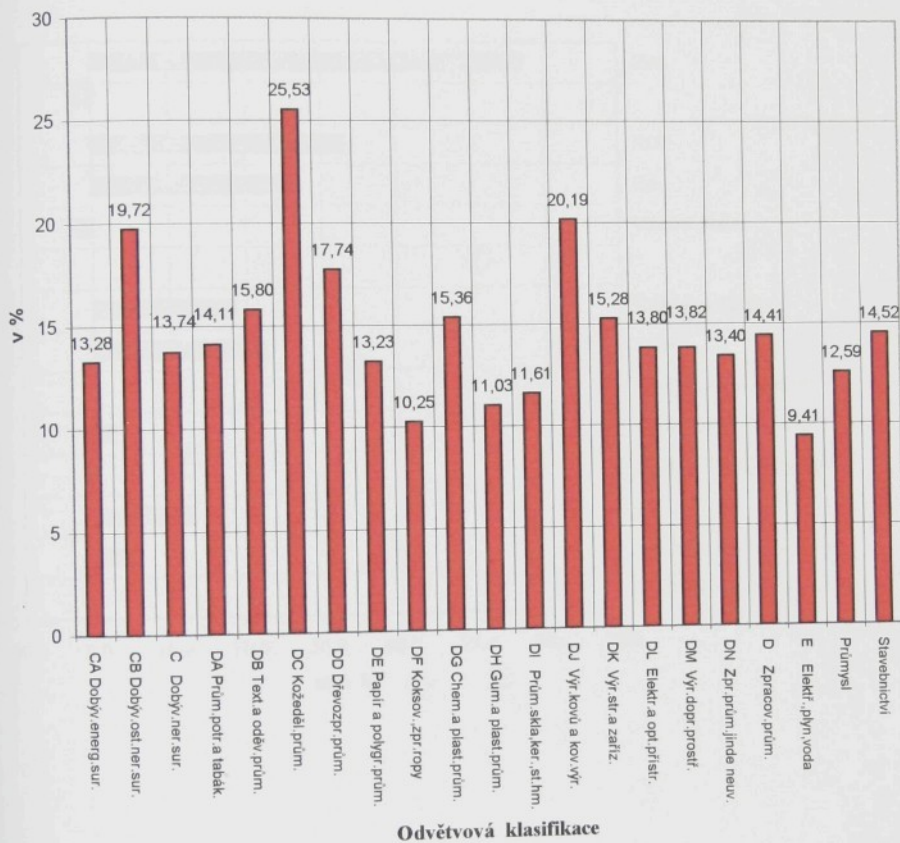
Zdroj: Fond rizikového kapitálu

Výše finančních prostředků na podporu podnikání pro MSP

(v mil. Kč)	
1996	1000
1997	1200
1998	825
1999	1900
2000	1950
2001	1600

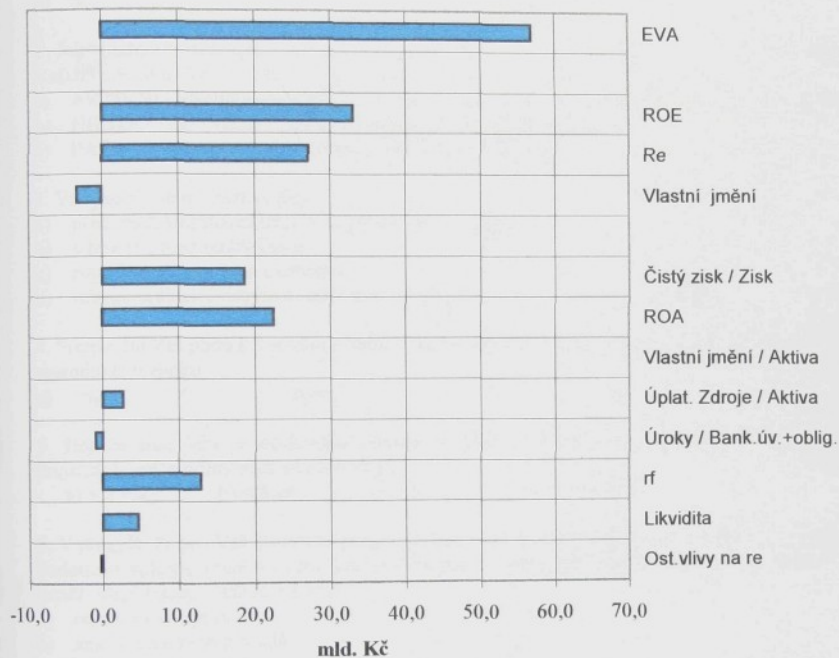
Zdroj: Ročenka hospodářských novin 2001

**Re (alternativní náklad vlastního kapitálu) v r. 2000
průmysl a stavebnictví**



PŘÍLOHA F

Vlivy na meziroční změnu EVA (1999-2000) - průmysl



PŘÍLOHA G

Dotazník k vybraným otázkám finančního řízení adresovaný finančním (ekonomickým) ředitelům podniků obchodovaných na hlavním a vedlejší trhu BCPP, a.s.

1. Máte stanovený dlouhodobý cíl (cíle) podniku vyjádřen (vyjádřeny) některým z finančních ukazatelů (např.míra ziskovosti vloženého kapitálu, absolutní výše zisku, zisková marže, velikost vyplácených podílů na zisku,):

- a) ano, uveďte kterým ukazatelem: _____
- b) ne

2. Jak hodnotíte spolupráci vlastníků na finančním řízení (plány, strategie, cíle, rozhodování, kontrola) Vašeho podniku? Tato spolupráce by se dala charakterizovat jako přístup:

- a) AKTIVNÍ - vlastníci participují na řízení, rozhodování a stanovování jednotlivých cílů a strategií
- b) NEUTRÁLNÍ - vlastníci pouze monitorují činnost managementu
- c) PASIVNÍ - vlastníci pouze podíly společnosti

3. Váš podnik se nachází ve fázi:

- a) před restrukturalizací (teprve se připravuje)
- b) v procesu restrukturalizace
- c) restrukturalizace byla ukončena
- d) restrukturalizace nebyla a zatím není nutná

4. Připravuje Váš podnik v současné době větší investiční projekt, který by přesahoval pouhou jednoduchou reprodukci majetku?

- a) ano
- b) ne

5. Jestliže ano, jaká je očekávaná návratnost tohoto investičního projektu? (Pokud připravujete více projektů, uveďte průměrnou návratnost.)

- a) < 2 roky
- b) < 5 let
- c) < 10 let
- d) více jak 10 let

6. V případě, že pro Váš investiční projekt vybíráte zdroj financování, rozhodujete se i na základě přepočtu budoucích splátek (např.u úvěru, leasingu) na jejich současnou hodnotu (tj. zohledňujete časovou hodnotu peněz, které budete splácet věřiteli)?

- a) ano, u všech případů
- b) ano, u některých případů
- c) ne, v žádném případě
- d) nevím o co jde
- e) nepovažuji to za potřebné

7. Jaké % ze zdaněného zisku v průměru investujete do obnovy a rozšíření majetku podniku? _____ %

8. Jakým způsobem nakládá Vaše společnost s volnými peněžními prostředky?

- a) splácí stávající dluhy
- b) nakupuje majetkové podíly jiných podniků
- c) nakupuje podílové listy
- d) ukládá je u banky na běžný účet
- e) ukládá je na termínovaný účet
- f) nakupuje ostatní druhy aktiv, uveďte jaké:

9. Které finanční zdroje použil Váš podnik v uplynulém roce a jaké bylo jejich přibližné procentní zastoupení?

- prosím vypište do tabulky

10. Které zdroje hodláte použít k financování Vaší společnosti v tomto roce?

- prosím zakřížkujte v tabulce

11. Jaké by podle Vás mělo být optimální procentní zastoupení těchto zdrojů ve Vašem podniku?

- prosím vypište do tabulky

Zdroj	Otázka č.9 (%)	Otázka č.10 (x)	Otázka č.11 (%)
Zisk po zdanění			
Odpisy			
Krátkodobé závazky			
Bankovní úvěr – domácí krátkodobý			
Bankovní úvěr – devizový krátkodobý			
Bankovní úvěr – domácí dlouhodobý			
Bankovní úvěr – devizový dlouhodobý			
Leasing			
Rezervy			
Zvýšení základního jmění			
Vydání podnikových dluhopisů			
Rizikový (venture) kapitál			
Jiný zdroj, uveďte jaký:			

12. Oceňte prosím procentní podíl jednotlivých úvěrů, které jste měli k dispozici k čerpání nebo jste je spláceli v uplynulém roce:

- a) % krátkodobých (splatnost do 1 roku):
Jejich průměrná úroková sazba: _____% p.a.
- b) % střednědobých (splatnost 2-5 let):
Jejich průměrná úroková sazba: _____% p.a.
- c) % dlouhodobých (splatnost více než 5 let):
Jejich průměrná úroková sazba: _____% p.a.

13. V případě snadné dostupnosti úvěru pro Váš podnik – jaká struktura úvěrů by odpovídala Vaším potřebám?

- a) % krátkodobých: b) % střednědobých: c) % dlouhodobých:

14. Pokud používáte v současnosti k financování majetku leasing, jaký majetek jím financujete?

15. Jsou vlastníci Vašeho podniku ochotni (schopni) poskytnout dodatečný kapitál prostřednictvím navýšení základního jmění?

- a) ano a tento zdroj financování v blízké budoucnosti využijeme
b) ano, ale nepotřebujeme tento zdroj financování
c) ne

16. Chystá se Váš podnik použít v blízké budoucnosti rizikový (venture) kapitál pro některý z Vašich připravovaných investičních projektů?

- a) ano
b) ne, protože nemáme pro tento způsob financování vhodný projekt
c) ne, protože tato forma financování je nepřijatelná pro naše vlastníky (nebo management)
d) ne, protože máme o této formě financování a poskytovatelech těchto zdrojů málo informací
e) tuto formu financování neznáme

17. Upřednostňujete obecně ve Vaší společnosti financování pomocí finančních zdrojů:

- a) interních b) externích

18. Jaké by bylo pořadí použitých finančních zdrojů na financování investičních záměrů externími zdroji, pokud by jste si mohl Vy jako člověk zodpovědný za finance vybrat a nebyl by jste omezován žádnými vnitřními nebo vnějšími podmínkami?

- doplňte číslo pořadí

- ☐ zvýšení základního jmění
- ☐ emise podnikových obligací
- ☐ čerpání korunového úvěru
- ☐ čerpání devizového úvěru
- ☐ rizikový kapitál
- ☐ leasing
- ☐ jiný zdroj, uveďte jaký:

19. Seřaďte faktory ovlivňující tvorbu finanční struktury (podíl vlastního a cizího kapitálu) ve Vašem podniku podle důležitosti (1- nejdůležitější v procesu rozhodování). Pokud některý z faktorů neovlivňuje Vaše rozhodování, vyškrtněte jej, případně doplňte další:

- ☐ náklady kapitálu (cena, kterou je nutné zaplatit ve formě úroků nebo podílů na zisku)
- ☐ majetková struktura podniku
- ☐ dostupnost zdrojů
- ☐ negativní postoj k riziku, které souvisí se zadlužením podniku
- ☐ obavy vlastníků ze zředení jejich majetkových podílů
- ☐ průměrné hodnoty zadlužení v odvětví
- ☐ jiný faktor, uveďte jaký:

20. Využívá Váš podnik nástroje finanční analýzy?

- a) ano, ale pouze k hodnocení minulého a současného vývoje finančního zdraví podniku
- b) ano, i pro hodnocení plánovaného budoucího vývoje podniku
- c) nepoužívá vůbec

21. Jaký je v posledním známém období:

- a) přibližný % podíl nedobytných pohledávek na celkové výši pohledávek? _____ %
- b) přibližný % podíl pohledávek po lhůtě splatnosti na celkové výši pohledávek? _____ %
- c) přibližný % podíl závazků po lhůtě splatnosti na celkových závazcích? _____ %

22. Používáte pro urychlení plateb od svých zákazníků skonto (slevu při zaplacení v hotovosti nebo do určité lhůty)?

- a) ano
- b) ne

23. Využíváte při placení svých závazků skonto?

- a) ano
- b) ne

24. Plánujete krátkodobě peněžní příjmy a výdaje?

- a) ano
- b) ne

25. Sestavujete finanční plán na delší období než 1 rok?

- a) ano
- b) ne

26. Využíváte služeb factoringových nebo forfaitingových společností?

- a) ano
- b) ne

27. Používáte pro řízení nákladů ve Vašem podniku jejich členění na fixní a variabilní?

- a) ano
- b) ne

28. Využíváte v rámci své sortimentní politiky kategorie příspěvku na úhradu (= příspěvek na úhradu fixních nákladů a zisku, vypočítá se jako rozdíl ceny výrobku a vynaložených variabilních nákladů na tento výrobek)?

- a) ano
- b) ne

29. Tvorba cen ve Vašem podniku vychází:

- a) z nákladů na výrobek
- b) z poptávky po tomto výrobku
- c) z úrovně cen konkurence
- d) ze všech uvedených principů

30. Pokud Vaše firma obchoduje v zahraničních měnách, zajišťujete se proti devizovým rizikům?

a) ano

b) ne

Pokud ano, uveďte jakým způsobem:

Uveďte prosím

objem dovozu:

objem vývozu:

31. Využíváte software pro podporu finančního řízení?

a) ano

b) ne

Pokud ano, uveďte typ softwaru:

32. V případě, že jste v podniku z nějakého důvodu stanovovali tržní hodnotu Vašeho podniku nebo jeho části (nebo cizího podniku nebo jeho části) které z uvedených metod ocenění jste použili?

a) metodu zjištění substanční hodnoty podniku (majetkové ocenění)

b) metodu oceňování pomocí diskontovaných budoucích hotovostních toků

c) metodu založenou na srovnání s jinými podniky

d) jinou metodu - jakou?

33. Používáte pro hodnocení efektivnosti investičních projektů metodu čisté současné hodnoty?

a) ano, hodnotíme tak všechny projekty

b) ano, hodnotíme tak ale pouze některé z projektů

c) ne

34. Jaké je postavení finančního (ekonomického) útvaru ve Vašem podniku:

a) zajišťuje rutinní finanční, zejména účetní procesy

b) kromě rutinních činností připravuje i analýzy hospodaření pro vedení podniku

c) kromě výše uvedených činností působí i v roli interních konzultantů např. při posuzování ziskovosti jednotlivých výrobků, zákaznických segmentů, distribučních kanálů, srovnání s konkurencí atd.

35. Myslíte si, že Vámi vyplácená dividenda má (nebo měla by v případě vyplacení) vliv na tržní cenu Vaší akcie?

a) ano

b) ne

36. V případě, že si můžete vybrat z následujících dvou variant při dosažení vysokého zisku po zdanění, které dáte přednost?

1. Vy, jako finanční ředitel:

a) vyplácet vyšší dividendu

b) konzervovat zdroje pro budoucí investiční příležitosti

2. Co předpokládáte, že by udělali Vaši vlastníci: a) b)

37. V případě, že potřebujete zdroje pro investiční činnost a máte na výběr dvě varianty, které dáte přednost?

1. Vy jako finanční ředitel:

a) snížení vyplácené dividendy akcionářům (ve smyslu snížení proti minulému roku)

b) zachování dividendy a využití externího finančního zdroje (úvěr, leasing ...)

2. Co předpokládáte, že by udělali Vaši vlastníci:

a) b)

38. V současné dividendové praxi firem vyspělých tržních ekonomik lze vysledovat tři základní druhy dividendové politiky. Prosím zakroužkujte, která dividendová politika nejvíce odpovídá politice Vašeho podniku:

a) stabilní dividendová politika - založená na udržování stabilní výše dividendy na jednu akcii (výše dividendy roste pouze v případě, že si je podnik jistý udržením této výše i v budoucnu)

b) pasivní (reziduální) politika - dividenda je vyplácena pouze tehdy, jestliže podnik nemá možnost investovat do záměru s výnosností vyšší než by dosáhl svou investicí akcionář, v případě, že by obdržel dividendu a tento obnos investoval sám

c) dividendovou politiku založenou na udržování fixní výše dividendového podílu na čistém zisku

d) nemáme dividendovou politiku, dividenda se vyplácí dle aktuální situace v podniku

e) dividendu jsme zatím nevyplátili

39. Co je hlavním faktorem (faktory) při stanovení dividendy?

40. Pokud se Vámi vyplacená dividendy snižuje nebo ji vůbec nevyplácíte, příčinou je (zakroužkujte i více možností):

- a) nízký zisk po zdanění
- b) použití zisku pro financování investičních příležitostí
- c) nedostupnost jiných zdrojů financování
- d) nedostatečný tlak vlastníků
- e) trh nereaguje na výplatu dividend

41. V případě, že vyplácíte dividendu (nebo jste ji vypláceli), jaké důvody Vás k tomu vedli:

- a) tlak vlastníků
- b) snaha o získání externích zdrojů na finančním trhu a tudíž nutnost dát signál investorům
- c) při nedostatku vhodných investičních příležitostí jste uvolnili přebytek volných hotovostních zdrojů
- d) jiné, uveďte, jaké:

42. Přizpůsobujete dividendovou politiku svým dlouhodobým cílům?

- a) ano
- b) ne

43. Změnil se v poslední době Váš názor (názor pracovníka zodpovědného za finanční řízení podniku) na vyplácení dividend?

- a) ano, jde o posun ve prospěch vyplácení dividend
- b) ano, jde o posun v neprospěch vyplácení dividend
- c) ne, můj názor je pořád stejný – dividendy je nutné vyplácet
- d) ne, můj názor je pořád stejný – dividendy není nutné vyplácet

PŘÍLOHA H

Dotazník k vybraným otázkám finančního řízení adresovaný malým a středním podnikům

Uveďte prosím základní charakteristiku Vašeho podniku:

Obor podnikání:

Hlavní produkty:

Právní forma:

Počet zaměstnanců k 31.12.1998:

Počet zaměstnanců k 31.12.1999:

1. Máte stanovený dlouhodobý cíl (cíle) podniku vyjádřen (vyjádřeny) některým z finančních ukazatelů (např. míra ziskovosti vloženého kapitálu, absolutní výše zisku, zisková marže, velikost vyplácených podílů na zisku, ...):

a) ano, uveďte kterým ukazatelem (-li): _____

b) ne

2. Jaké % ze zdaněného zisku v průměru investujete do obnovy a rozšíření majetku podniku? _____ %

3. Sledujete v podniku systematicky peněžní příjmy a výdaje?

4. Plánujete krátkodobě peněžní příjmy a výdaje (pomocí platebního kalendáře)?

a) ano

b) ne

5. Používáte pro urychlení plateb od svých zákazníků skonto (slevu při zaplacení v hotovosti nebo do určité lhůty)?

a) ano

b) ne

6. Jaký je v posledním známém období:

a) přibližný % podíl nedobytných pohledávek na celkové výši pohledávek? _____ %

b) přibližný % podíl pohledávek po lhůtě splatnosti na celkové výši pohledávek? _____ %

7. Využíváte při placení svých závazků skonto?

a) ano

b) ne

8. Jaké je % závazků po lhůtě splatnosti na celkových závazcích? _____ %

9. Sestavujete finanční plán na delší období než 1 rok?

a) ano

b) ne

10. Využívá Váš podnik nástroje finanční analýzy?

a) ano, ale pouze k hodnocení minulého a současného vývoje finančního zdraví podniku

b) ano, i pro hodnocení plánovaného budoucího vývoje podniku

c) nepoužívá vůbec

11. Využíváte služeb factoringových nebo forfaitingových společností?

a) ano

b) ne

12. Jaké zdroje pro financování svého podnikání používáte:

a) vlastní

b) půjčené od přátel, rodiny

c) zisk+odpisy

d) leasing

e) vstup partnera

f) bankovní úvěr

g) tichý společník

h) rizikový kapitál

- j) jiné: _____

13. Pokud využíváte pro financování svých potřeb některý z programů (domácích nebo zahraničních) pro podporu malého a středního podnikání, uveďte prosím název programu a zaměření podpory na konkrétní oblast:

14. Pokud nevyužíváte těchto zdrojů, měli byste zájem se něco o těchto možnostech dozvědět?

- a) ano
b) ne, o tyto informace z různých důvodů nestojíme
c) ne, máme již dostatek informací

15. Odkud jste získali informace o možnostech podpory podnikání?

- a) internet
b) odborný časopis
c) denní tisk
d) seminář
e) známý
f) jiný zdroj: _____

16. Důvody Vašeho nevyužití podpor podnikání:

- a) nevíte kam se obrátit
- b) nechota poskytovatelů
- c) nepokládáte za potřebné pro Váš podnik
- d) dosud jste se o podporu nezajímali
- e) už jste se o podpory ucházeli, ale nebylo Vám vyhověno

17. Zajímalí jste se o možnost financování devizovým úvěrem?

- a) ano b) ne

18. Využili jste již tuto možnost financování?

- a) ano b) ne

Pokud ano, uveďte:

typ úvěru:

dobu splatnosti úvěru:

úrokovou sazbou:

měnu, ve které byl úvěr poskytnut:

19. Pokud používáte pro financování svých potřeb leasing, uveďte, jaký druh majetku je takto financován:

Uveďte výši leasingových závazků:

k 31.12.1999: v současnosti:

20. Oceňte prosím procentní podíl jednotlivých úvěrů, které jste měli k dispozici k čerpání nebo jste je spláceli v uplynulém roce (1999):

- a) % krátkodobých (splatnost do 1 roku):
Jejich průměrná úroková sazba: _____ % p.a.
- b) % střednědobých (splatnost 2-5 let):
Jejich průměrná úroková sazba: _____ % p.a.
- c) % dlouhodobých (splatnost více než 5 let):
Jejich průměrná úroková sazba: _____ % p.a.

V tomto roce (2000):

- a) % krátkodobých (splatnost do 1 roku):
Jejich průměrná úroková sazba: _____ % p.a.
- b) % střednědobých (splatnost 2-5 let):
Jejich průměrná úroková sazba: _____ % p.a.
- c) % dlouhodobých (splatnost více než 5 let):
Jejich průměrná úroková sazba: _____ % p.a.

21. V případě snadné dostupnosti úvěru pro Váš podnik – jaká struktura úvěrů by odpovídala Vaším potřebám?
 a) % krátkodobých: _____ b) % střednědobých: _____ c) % dlouhodobých: _____
22. Co soudíte o přístupnosti úvěrů u bank:
 a) nezáměr bank půjčovat malým a středním podnikům
 b) vysoké úroky
 c) neumíme vyhovět požadavkům bank na podnikatelský záměr
 d) neumíme vyhovět požadavkům bank na záruky
 e) nevidíme žádné problémy v otevírání úvěrů
23. S kterou bankou máte dobré zkušenosti z hlediska uspokojování Vašich potřeb (platební styk, úvěry, jiné služby) a doporučili byste ji i dalším firmám?
24. Chystá se Váš podnik použít v blízké budoucnosti rizikový (venture) kapitál pro financování Vašich potřeb:
 a) ano
 b) ne, protože nemáme pro tento způsob financování vhodný projekt
 c) ne, protože tato forma financování je nepřijatelná pro vlastníky
 d) ne, protože máme o této formě financování a poskytovatelích těchto zdrojů málo informací
 e) tuto formu financování neznáme
25. Je pro Vás nedostatek peněz faktorem brzdícím:
 a) Váš běžný provoz
 b) rozšíření podnikání
 c) netrpíme nedostatkem peněz
26. Pokud netrpíte nedostatkem peněz, je to proto, že:
 a) vytváříte dostatek zdrojů vlastním podnikáním
 b) jsou Vám přístupné jiné finanční zdroje, které v případě nedostatku peněz můžete získat
27. Upřednostňujete obecně ve Vaší firmě financování pomocí finančních zdrojů:
 a) interních (zejména zisk + odpisy)
 b) externích (úvěry, leasing, vklady vlastníků, rizikový kapitál, tichý společník, ...)
28. Jaké by bylo pořadí použitých finančních zdrojů na financování investičních záměrů externími (vnějšími) zdroji, pokud by jste si mohl Vy jako člověk zodpovědný za finance vybrat a nebyl by jste omezován žádnými vnitřními nebo vnějšími podmínkami? - doplňte číslo pořadí
- ___ zvýšení vkladů vlastníka (vlastníků)
 - ___ čerpání korunového úvěru
 - ___ čerpání devizového úvěru
 - ___ rizikový kapitál
 - ___ leasing
 - ___ tichý společník
 - ___ jiný zdroj, uveďte jaký:
29. Seřad'te faktory ovlivňující tvorbu finanční struktury (podíl vlastního a cizího kapitálu) ve Vašem podniku podle důležitosti (1- nejdůležitější v procesu rozhodování). Pokud některý z faktorů neovlivňuje Vaše rozhodování, vyškrtněte jej, případně doplňte další:
- ___ náklady kapitálu (cena, kterou je nutné zaplatit ve formě úroků nebo podílů na zisku)
 - ___ majetková struktura podniku
 - ___ dostupnost zdrojů
 - ___ negativní postoj k riziku, které souvisí se zadlužením podniku
 - ___ obavy vlastníků ze zředení jejich majetkových podílů
 - ___ průměrné hodnoty zadlužení v odvětví
 - ___ jiný faktor, uveďte jaký:
30. Jakým způsobem nakládá Vaše společnost s volnými peněžními prostředky?
 a) splácí stávající dluhy
 b) nakupuje majetkové podíly jiných podniků
 c) nakupuje podílové listy

- d) ukládá je u banky na běžný účet
- e) ukládá je na termínovaný účet
- f) nakupuje ostatní druhy aktiv, uveďte jaké:

31. Obchoduje Vaše firma v zahraničních měnách?

- a) ano
- b) ne

32. Zajišťujete se proti devizovým rizikům?

- a) ano
- b) ne

Pokud ano, uveďte jakým způsobem:

Uveďte prosím:

dovoz - objem:

- hlavní měny, ve kterých se realizuje:

vývoz: - objem:

- hlavní měny, ve kterých se realizuje:

33. Máte vypracovaný plán pro zajištění Vašeho dalšího růstu?

- a) ano
- b) ne

34. Je Vaším cílem v budoucnu:

- a) udržení firmy v chodu za současných podmínek
- b) zvýšení produkce nebo rozšíření aktivit firmy v podstatě bez zvýšení počtu zaměstnanců
- c) rozšíření firmy i zvýšení počtu zaměstnanců

35. Účetnictví je vedeno (prosím zakroužkujte):

- a) interně
- b) externě (jinou firmou)

36. Pokud je účetnictví vedeno interně, vede jej:

- a) majitel firmy
- b) specializovaný pracovník

37. V jaké formě vede firma vedle finančního účetnictví účetnictví pro sebe?

- a) operativní evidence
- b) vnitropodnikové účetnictví (nákladové, manažerské)
- c) jiná forma, uveďte jaká: _____
- d) nevede

38. Používáte pro řízení nákladů ve Vašem podniku jejich členění na fixní a variabilní?

- a) ano
- b) ne

39. Zabýváte se podrobnější analýzou režijních nákladů?

- a) ano
- b) ne

40. Využíváte v rámci své sortimentní politiky kategorie příspěvku na úhradu (= příspěvek na úhradu fixních nákladů a zisku, vypočítá se jako rozdíl ceny výrobku a vynaložených variabilních nákladů na tento výrobek)?

- a) ano
- b) ne

41. Tvorba cen ve Vašem podniku vychází (zakroužkujte i více možností):

- a) z nákladů na výrobek
- b) z poptávky po tomto výrobku
- c) z úrovně cen konkurence

42. Jaké je postavení ekonomického útvaru (popř. člověka zajišťujícího ekonomické činnosti) ve Vašem podniku:

- a) zajišťuje rutinní finanční, zejména účetní procesy
- b) kromě rutinních činností připravuje i analýzy hospodaření pro vedení podniku
- c) kromě výše uvedených činností působí i v roli interního konzultanta např. při posuzování ziskovosti jednotlivých výrobků, zákaznických segmentů, distribučních kanálů, srovnání s konkurencí atd.

43. Využíváte software pro podporu řízení?

- a) ano
- b) ne

Pokud ano, uveďte typ softwaru:

U 350

