

## Závěr

V rámci své diplomové práce jsem si vytyčil v úvodní části formou otázek několik cílů, které spolu úzce souvisí a které budou v této části zodpovězeny. Nalezení odpovědí by nebylo ovšem možné bez vypracování předešlých částí této práce, kdy jsem v úvodních částech nejprve stručně charakterizoval nejvýznamnější složky majetkové a kapitálové struktury podniku. Dále jsem se zabýval, dle mého názoru, nejdůležitějšími teoriemi optimální kapitálové struktury. Na čistě teoretický pohled na problematiku optimální kapitálové struktury jsem navázal faktory, které by měl v reálném ekonomickém prostředí každý subjekt činící rozhodnutí zohlednit a které výrazně mohou právě strukturu kapitálu ovlivnit. Samostatná část byla rovněž věnována právním i ekonomickým aspektům nejdůležitějších forem financování podnikatelů.

Optimální kapitálovou strukturou podniku se obecně rozumí jednak optimální poměr mezi vlastním a cizím kapitálem a jednak optimální poměr mezi krátkodobým a dlouhodobým cizím kapitálem. Pro nalezení definice optimální kapitálové struktury je tedy zásadní vymezení pojmu „optimální“. **Za optimální kapitálovou strukturu podniku v nejobecnějším vyjádření považuji takový poměr mezi vlastním a cizím kapitálem (resp. celkovou zadluženost) a poměr mezi krátkodobým a dlouhodobým cizím kapitálem (resp. strukturou závazků), který nejvíce přispívá k naplnění primárního (vrcholového) cíle vlastníků podniku.** Záleží tedy výhradně na vlastnících podniku, jaký primární cíl stanoví, a v závislosti na tomto vrcholovém cíli je třeba na optimální kapitálovou strukturu podniku nahlížet. Pokud by vlastníci vyžadovali např. dosažení co nejvyššího zisku nebo co nejvyšší výnosnosti vložených prostředků, považuji za optimální kapitálovou strukturu takovou strukturu, při které je maximalizován zisk nebo výnosnost vložených prostředků vlastníky.

V současné době považuji za převládající primární cíl podnikání maximalizaci tržní hodnoty podniku, protože tato koncepce primárního cíle na rozdíl zejm. od maximalizace zisku či výnosnosti vložených prostředků zohledňuje časovou dimenzi a vliv rizika. Z existujících možností chápání hodnoty podniku upřednostňuji v kontextu pojednání o optimální kapitálové struktuře pojetí, kdy velikost hodnoty podniku odpovídá současné hodnotě budoucích peněžních toků generovaných podnikem a diskontní míra odráží rizikovost peněžního toku a rovněž náklady financování aktiv podniku. Optimalizací kapitálové struktury podniku ve

vztahu k tržní hodnotě podniku se zabývá řada vědeckých teorií, které mají na tuto problematiku jiný názor a vychází z různých kritérií pro posouzení optimální kapitálové struktury, zejm. průměrných nákladů kapitálu (WACC). V současnosti převládá teorie tzv. U–křivky celkových nákladů kapitálu<sup>1</sup>, kdy tyto náklady zpočátku se zvyšující zadlužeností klesají v důsledku zvyšujícího se účinku úrokového daňového štítu, ale od určité míry začnou stoupat, protože vliv daní na cenu cizího kapitálu je pohlcen vyššími požadavky věřitelů na úroky z důvodu vyššího rizika při vyšším zadlužení. Za podmínky stabilního očekávaného výnosu by při minimálních průměrných nákladech kapitálu měla být tržní hodnota podniku maximální, resp. lze kritérium minimalizace průměrných nákladů kapitálu a maximalizace tržní hodnoty podniku považovat za identické. **Za předpokladu maximalizace hodnoty podniku, jakožto primárního cíle podnikání, lze považovat za optimální kapitálovou strukturu podniku takový poměr mezi vlastním a cizím kapitálem a takovou strukturu cizího kapitálu v závislosti na jeho době splatnosti, při které jsou průměrné náklady kapitálu minimalizovány.**

Tučně zvýrazněné pasáže této části práce znázorňují, jak v obecné rovině nahlížím na problém optimální kapitálové struktury, přičemž vždy se jedná o určitý tzv. finanční mix, při kterém dochází k největšímu uspokojení vlastníků podniku (tzn. naplnění jejich primárního cíle). Jelikož v posledních letech došlo k přechodu od pojetí vrcholového cíle podnikání vyjádřeného jako maximalizace zisku či výnosnosti vložených prostředků ke konceptu maximalizace tržní hodnoty podniku, lze dle převládající teorie považovat za optimální takový finanční mix, se kterým jsou spojeny nejnižší průměrné náklady kapitálu. Při finančním rozhodování v praxi ovšem není možné, na rozdíl od nastíněných teorií, „opřít se“ o zjednodušující předpoklady a je nutno brát při tomto rozhodování v potaz celou řadu dalších faktorů, jejichž významu ve vztahu k utváření finančního mixu je věnována zbývající část této práce.

Přestože jsem uvedl, že průměrné náklady kapitálu by neměly být zvažovány jako jediné kritérium (tzn. nejvhodnější by byla taková varianta zadluženosti, kdy jsou tyto náklady minimální), považuji toto kritérium za nejdůležitější vůbec. Průměrné náklady kapitálu zohledňují jednak cenu za použití cizího kapitálu včetně účinku tzv. daňového štítu, jednak požadovaný výnos vlastníků podniku. Výsledná hodnota průměrných nákladů na kapitál se

---

<sup>1</sup> Srov. výklad o modelu MM III v této diplomové práci na str. 28-29.

odvíjí od jeho struktury, a proto tyto náklady představují průměrnou cenu, kterou podnik platí za zvolené financování. Průměrné náklady kapitálu závisí tedy na nejdůležitějších faktorech jako době splatnosti, stupni rizika a daňových efektů. Větší podíl cizího kapitálu průměrné náklady kapitálu do určité míry snižuje, protože placené úroky jsou tzv. daňově účinným nákladem, tzn. úroky za něj zaplacené jsou daňově uznatelnou položkou a snižují tak daňový základ, čímž dochází ke snížení nákladů na cizí kapitál. Jedná se o tzv. úrokový daňový efekt (štít), který nelze pozorovat u vlastního kapitálu, protože dividendy (u akciových společnostech, jinak podíl na zisku) se vyplácí až ze zdaněného zisku. Od určitého podílu cizího kapitálu na celkové kapitálové struktuře je ovšem podnik vystavován riziku finančních problémů, které následně představují pro podnik tzv. náklady finanční tísně, které zvyšují od určité míry zadlužení náklady dluhu. Vznik a růst těchto nákladů způsobuje, že efekt z úrokového daňového štítu je v určité míře pohlcen právě náklady finanční tísně. Růst nákladů dluhu má za následek, že s vyšším finančním rizikem rostou i náklady na vlastní kapitál a v konečném důsledku i průměrné náklady na kapitál. **V praxi je ovšem velkým problémem sestrojení funkce tzv. U-křivky, protože je obtížné stanovit náklady jednotlivých složek kapitálu podniku pro různé stupně zadlužení. Jinými slovy řečeno, rozhodující subjekt by musel znát všechny kombinace nákladů cizího a vlastního kapitálu pro jednotlivé varianty kapitálové struktury, aby mohl konstatovat, která tato varianta je z důvodu minimálních průměrných nákladů na ni připadajících optimální.** Jednotlivým postupovým krokům při výpočtu průměrných nákladů kapitálu byla věnována v předešlých částech práce značná pozornost<sup>2</sup>, proto na tomto místě pouze poznamenám, že obzvláště přesný odhad nákladů vlastního kapitálu je velmi obtížnou záležitostí.

Mezi další významný faktor ovlivňující kapitálovou strukturu patří velikost a stabilita podnikového zisku, jelikož **při vyšší perspektivě zisku a jeho stabilitě si může podnik dovolit vyšší zadluženost. Naopak při očekávání nízkého zisku či jeho volatility je třeba mít se před vyšší zadlužeností na pozoru, protože nebude-li podnik v následujících letech dosahovat dostatečné a stabilní výkony, mohou podniku vzniknout vážné problémy s pokrytím jeho dluhové služby. Pokud dojde k zapojení dalších cizích zdrojů, může dojít za určitých předpokladů<sup>3</sup> ke zvýšení rentability vlastního kapitálu, tzn. lze využít pozitivního vlivu tzv. finanční páky (zvyšující se zadluženost „páčí nahoru“ výnosnost**

---

<sup>2</sup> Srov. výklad o základních postupových krocích při výpočtu WACC v této diplomové práci na str. 35-48.

<sup>3</sup> Tyto předpoklady byly odvozeny v této diplomové práci v rámci výkladu o ziskovém účinku finanční páky na str. 51-53.

vložených prostředků). Efekt zvyšování rentability vlastního kapitálu použitím cizího kapitálu v kapitálové struktuře podniku je ovšem doprovázen snížením finanční stability podniku, jelikož vysoký objem dluhů zvyšuje pravděpodobnost, že tyto závazky nebudou řádně a včas uhrazeny. Zejména v období poklesu výkonů by šlo o velmi závažný problém, který by mohl ohrozit existenci celého podniku.

Za velmi důležitý faktor ovlivňující strukturu kapitálu považují rovněž **majetkovou strukturu podniku, jelikož při financování majetku je třeba zohlednit stupně likvidnosti jednotlivých druhů majetku**. Obecně lze konstatovat, že majetek rychle převoditelný na finanční prostředky lze financovat krátkodobým kapitálem a dlouhodobý majetek je vhodné financovat dlouhodobým kapitálem (jak cizím, tak vlastním). **Vyšší podíl dlouhodobého kapitálu, než by odpovídal dlouhodobému majetku, snižuje efektivnost, protože je obecně dražší ve srovnání s kapitálem krátkodobým. Naopak vyšší podíl krátkodobého kapitálu než by odpovídal likvidnímu majetku (tzn. kryje i dlouhodobý majetek) je efektivnější ale mnohem rizikovější vzhledem k hrozbě vzniku platebních potíží**. Pokud vlastní kapitál kryje nejen dlouhodobý ale i krátkodobý majetek, hovoří se o tzv. překapitalizování podniku, které je spojeno s vysokou finanční stabilitou a nižší efektivností. Pokud krátkodobý cizí kapitál kryje i dlouhodobý majetek, hovoří se o tzv. podkapitalizování podniku, které je spojeno s vyšším nebezpečím vzniku platební neschopnosti, protože krátkodobý kapitál musí být v poměrně krátké době splacen.

Velmi důležitým, nicméně v odborné literatuře často neprávem opomíjeným, kriteriem je **finanční nezávislost či volnost podnikatele. S rostoucím podílem cizího kapitálu na celkové kapitálové struktuře podniku roste rovněž riziko věřitelů, a proto se i stává obtížnější získání dalšího cizího kapitálu, což může v budoucnu vyvolat problémy při přechodné potřebě kapitálu**, tzn. např. nebude moci být realizována výhodná investiční příležitost. Podnik by se tedy neměl zadlužovat až do maximální výše, tzn. dokud mu to poskytovatelé cizího kapitálu umožní, nýbrž měl by i myslet na „zadní vrátka“ pro případ vzniku nějakého ohrožení či příležitosti v budoucnu.

Na formování kapitálové struktury má bezesporu významný vliv tzv. právní okolí podniku, jelikož právo a jeho instituty vytvářejí rámec prakticky pro všechny podnikové činnosti. Z hlediska struktury kapitálu je zapotřebí zvýšenou pozornost věnovat zejména právu obchodnímu a právu finančnímu. Obchodní zákoník např. upravuje vytváření, zvyšování a

snížení základního kapitálu, a rovněž na základě obchodního zákoníku musí akciové společnosti a společnosti s ručením omezeným vytvářet povinně rezervní fond (družstvo vytváří nedělitelný fond). Daňové právo významně ovlivňuje mj. účinek úrokového daňového štítu, jelikož stanovuje nejen výši patřičných daňových sazeb ale i daňovou uznatelnost nákladů souvisejících s financováním. Z hlediska volby finančního mixu hraje značnou roli právní úprava týkající se jednotlivých forem financování podnikatelů. Kogentní právní normy tak mohou nejprve stanovit, zda určitá forma financování je přípustná pro všechny podnikatele či jen některé (tak např. emitentem dluhopisu může být zásadně pouze právnická osoba, emitovat akcie mohou pouze akciové společnosti), a dále tyto normy v důsledku ovlivňují jednak náklady souvisejí s obstaráním takové formy financování a jednak časovou náročnost celého procesu<sup>4</sup>.

Při finančním rozhodování je třeba zohledňovat řadu dalších faktorů (např. stabilitu rozdělování hospodářského výsledku, provozní páku, finanční systém v zemi), přičemž jako o posledním významném (a rovněž často v odborné literatuře opomíjeném) faktoru se na tomto místě zmíním o **subjektivním postoji rozhodovatele k riziku. Jedná se především o to, jak subjekty rozhodující o zapojení cizího kapitálu vnímají riziko s tím spojené, neboť dluhy musí být v určitém časovém horizontu uhrazeny a v opačném případě mohou hrozit dlužníkovy citelné majetkové následky v závislosti na typologii podnikatele.** Obavy z následků vyššího zadlužení tak mohou často (zejména u menších podnikatelů) převážit pozitiva z výhodnějšího (dle ostatních hledisek) finančního mixu.

Na základě studia vhodné odborné literatury a vlastních znalostí a zkušeností **jsem toho názoru, že pro nalezení optimální kapitálové struktury neexistuje žádný univerzálně platný postup či vzorec. Rozhodování o kapitálové struktuře je složitým vícekritériálním procesem, kdy jednotlivá kritéria působí často protichůdně a kdy konečné rozhodnutí o struktuře kapitálu závisí na preferencích rozhodujícího subjektu, tzn. na váhách a jejich vzájemném poměru, který tento subjekt všem v úvahu připadajícím kritériím přisoudí.**

---

<sup>4</sup> Srov. výklad o výhodách a nevýhodách financování prostřednictvím dluhopisů, resp. emise akcií v této diplomové práci na str. 72-73, resp. 76-77.