

Univerzita Karlova v Praze  
Právnická fakulta

Ing. Lucien Strnad

# **OPTIMÁLNÍ KAPITÁLOVÁ STRUKTURA PODNIKU**

**Diplomová práce**

Vedoucí diplomové práce: Mgr. Ing. Aleš Borkovec

Katedra: Katedra národního hospodářství

Datum vypracování práce (uzavření rukopisu): červen 2010

## Prohlášení

Prohlašuji, že jsem předkládanou diplomovou práci vypracoval samostatně za použití zdrojů a literatury v ní uvedených.

V Praze dne 16. června 2010

.....  
podpis

## Poděkování

Poděkovat na tomto místě bych chtěl zejména vedoucímu mé diplomové práce Mgr. Ing. Aleši Borkovcovi za ochotu, trpělivost, kolegiální přístup, odborné rady a komentáře při vedení mé diplomové práce.

# Obsah

1. Úvod.....	5
2. Podnik, podnikání a podnikatel .....	8
3. Majetková a kapitálová výstavba podniku.....	14
3.1. Majetková struktura podniku .....	14
3.1.1. Investiční majetek .....	14
3.1.1.1. Dlouhodobý hmotný majetek.....	15
3.1.1.2. Dlouhodobý nehmotný majetek.....	15
3.1.1.3. Dlouhodobý finanční majetek.....	16
3.1.2. Oběžný majetek .....	16
3.1.2.1. Zásoby.....	16
3.1.2.2. Pohledávky.....	17
3.1.2.3. Finanční majetek.....	17
3.1.3. Ostatní aktiva .....	18
3.1.3.1. Náklady příštích období.....	18
3.1.3.2. Komplexní náklady příštích období.....	18
3.1.3.3. Příjmy příštích období .....	18
3.2. Kapitálová struktura podniku.....	18
3.2.1. Vlastní kapitál .....	19
3.2.1.1. Základní kapitál .....	19
3.2.1.2. Kapitálové fondy.....	20
3.2.1.3. Fondy ze zisku .....	20
3.2.1.4. Nerozdělený zisk (neuhrazená ztráta) minulých let.....	20
3.2.1.5. Výsledek hospodaření běžného účetního období.....	20
3.2.2. Cizí zdroje.....	21
3.2.2.1. Dlouhodobé cizí zdroje.....	21
3.2.2.1.1. Rezervy .....	21
3.2.2.1.2. Dlouhodobé bankovní úvěry.....	22
3.2.2.1.3. Dlouhodobé závazky.....	22
3.2.2.2. Krátkodobé cizí zdroje.....	22
4. Teorie optimální kapitálové struktury.....	24

4.1.	Statické teorie .....	25
4.1.1.	Model MM I.....	25
4.1.2.	Model MM II .....	27
4.1.3.	Model MM III.....	28
4.1.4.	Tradiční pohled .....	29
4.2.	Dynamické teorie.....	30
5.	Strategická finanční rozhodování .....	31
5.1.	Výhody a nevýhody cizího kapitálu .....	31
5.2.	Náklady na investovaný kapitál.....	33
5.2.1.	Základní postupové kroky při výpočtu WACC .....	35
5.2.1.1.	Váhy jednotlivých složek kapitálu.....	35
5.2.1.2.	Náklady na cizí kapitál .....	36
5.2.1.3.	Náklady na vlastní kapitál.....	38
5.2.1.3.1.	Model CAPM (Capital Asset Pricing Model).....	38
5.2.1.3.1.1.	Předpoklady modelu CAPM.....	39
5.2.1.3.1.2.	Bezriziková úroková míra.....	40
5.2.1.3.1.3.	Koeficient beta.....	40
5.2.1.3.1.3.1.	Historické $\beta$ .....	41
5.2.1.3.1.3.2.	Metoda analogie.....	42
5.2.1.3.1.3.3.	Odhad na základě analýzy působících faktorů .....	43
5.2.1.3.1.4.	Tržní prémie za riziko.....	43
5.2.1.3.2.	Stavebnicové metody .....	44
5.2.1.3.3.	Model APT (Arbitrage Pricing Theory) .....	46
5.2.1.3.4.	Dividendový model.....	46
5.2.1.3.5.	Odhad na základě průměrné rentability vlastního kapitálu .....	47
5.2.1.3.6.	Odvození nákladů vlastního kapitálu z nákladů cizího kapitálu..	48
5.3.	Rentabilita vlastního kapitálu .....	48
5.3.1.	Rozklad rentability vlastního kapitálu .....	49
5.3.2.	Rentabilita celkových aktiv .....	50
5.3.3.	Rentabilita tržeb (ROS - Return on Sales).....	50
5.3.4.	Obrat (celkových) aktiv .....	51
5.3.5.	Podíl vlastního kapitálu na celkovém kapitálu .....	51

5.3.6.	Ziskový účinek finanční páky.....	52
5.4.	Majetková struktura podniku.....	53
5.4.1.	Pracovní kapitál.....	54
5.4.2.	Bilanční pravidla.....	56
5.4.2.1.	Zlaté bilanční pravidlo.....	56
5.4.2.2.	Zlaté bilanční pari pravidlo.....	56
5.4.2.3.	Zlaté bilanční poměrové pravidlo.....	57
5.4.2.4.	Zlaté pravidlo vyrovnání rizika.....	57
5.5.	Další faktory ovlivňující míru zadluženosti.....	57
5.5.1.	Velikost a stabilita podnikového zisku.....	57
5.5.2.	Potřeba finanční volnosti.....	58
5.5.3.	Finanční systém.....	58
5.5.4.	Stabilita rozdělování hospodářského výsledku.....	59
5.5.4.1.	Zisk na akcii (EPS - Earnings Per Share).....	59
5.5.4.2.	Dividenda na akcii (DPS - Dividend Per Share).....	59
5.5.4.3.	Dividendový výplatní poměr (Dividend Payout Ratio).....	59
5.5.4.4.	Aktivační poměr (Plowback ratio).....	60
5.5.5.	Subjektivní postoj.....	60
6.	Financování podnikatelů.....	61
6.1.	Úvěrové financování.....	62
6.1.1.	Obecně k pojmu úvěr.....	62
6.1.2.	Smlouva o úvěru.....	63
6.1.3.	Smlouva o půjčce.....	65
6.1.4.	Obchodní úvěr.....	67
6.2.	Emise dluhopisů.....	68
6.2.1.	Obecně k pojmu cenné papíry.....	68
6.2.2.	Základní členění cenných papírů.....	69
6.2.3.	Dluhopisy.....	70
6.2.3.1.	Proces emise podnikových dluhopisů.....	71
6.2.3.2.	Výhody a nevýhody financování prostřednictvím dluhopisů.....	72
6.3.	Emise akcií.....	73
6.3.1.	Členění emisí akcií.....	74

6.3.2.	Výhody a nevýhody financování prostřednictvím emise akcií.....	76
7.	Závěr .....	78
8.	Seznam použité literatury .....	84

# 1. Úvod

Každý podnikatel vykonává svou podnikatelskou činnost za účelem dosažení určitého primárního cíle, za který lze obecně považovat tvorbu hodnoty, ať už je tato hodnota měřena ziskem, rentabilitou nebo nově vytvořenou hodnotou podniku. Činnost, kterou podnikatel uskutečňuje, lze obecně rozčlenit do dílčích činností (hovoří se také o funkcích podniku) v závislosti na charakteru podnikatele. Mezi základní činnosti bezesporu patří činnost zásobovací, výrobní, prodejní, personální, investiční a finanční. Posledními dvěma uvedenými činnostmi se zabývá finanční řízení (management) podniku, jehož hlavním úkolem je jednak opatřování kapitálu (činit finanční rozhodnutí) a jednak rozhodovat o jeho umístění (činit investiční rozhodnutí). Výsledkem takto učiněných rozhodnutí je určitá majetková a kapitálová struktura podniku, přičemž právě o struktuře kapitálové tato diplomová práce především pojednává.

Práce je rozčleněna do osmi základních částí. Po první uváděcí části, následuje část druhá a třetí, které jsou zaměřeny na vymezení základních pojmů. V části druhé jsou vymezeny pojmy podnik, podnikatel a podnikání, jelikož se tyto pojmy prolínají celou prací, přičemž zejm. nahlížení na pojem podnik se v ekonomickém pojetí výrazně odlišuje od pojetí právního. Jelikož se práce zabývá kapitálovou strukturou, která současně úzce souvisí se strukturou majetkovou, jsou v části třetí vymezeny jednotlivé základní součásti majetkové a kapitálové struktury (dlouhodobý a oběžný majetek, vlastní a cizí kapitál apod.). Ačkoliv většina v této práci použitých pojmů je alespoň v hrubých rysech v patřičných oddílech vymezena, není je možné vzhledem k zaměření a rozsahu práce vymezit či definovat všechny, a proto by čtenář práce měl být obeznámen alespoň se základy podnikové ekonomiky a účetnictví.

Problematika optimalizace kapitálové struktury je uvedena v části čtvrté přehledem hlavních teorií, které se optimální kapitálovou strukturou zabírají, přičemž větší prostor je ponechán představení pouze svým způsobem přelomových teorií, zejm. modelům Mertona Millera a Franca Modiglianiho.



Na teoretické uvedení do problematiky optimální kapitálové struktury navazuje část pátá charakteristikou a rozбором nejdůležitějších faktorů, které by měl finanční manager při každém finančním rozhodnutí zohledňovat a které tedy mají zásadní vliv na formování kapitálové struktury podniku. Značná pozornost je věnována nákladům na kapitál, jakožto jednomu z nejdůležitějších faktorů ovlivňujících volbu kapitálové struktury, a postupu výpočtu těchto nákladů. Mezi faktory, které jsou v práci rovněž podrobněji charakterizovány, patří zejm. efekt finanční páky a vliv (resp. vztah) majtkové struktury podniku na strukturu kapitálovou. Zvláštní kapitola je rovněž věnována shrnutí hlavních výhod a nevýhod používání cizího kapitálu ve srovnání s kapitálem vlastním a také vzájemnému srovnání financování krátkodobým a dlouhodobým kapitálem.

Část šestá se zabývá hlavními formami financování podnikatelů, zejm. úvěrovým financováním a financováním prostřednictvím emisí dluhopisů a akcií. Větší pozornost je věnována aktuální právní úpravě těchto jednotlivých forem financování, zejm. právní úpravě smlouvy o úvěru a smlouvy o půjčce. V této části je rovněž objasněn v podnikatelské praxi hojně používaný pojem tzv. obchodního úvěru, který je třeba odlišovat od úvěru poskytovaného na základě smlouvy o úvěru, resp. půjčce.

Jádrem a vyvrcholením celé práce je část sedmá, jejímž obsahem je především zodpovězení následujících základních otázek, což považuji za hlavní cíl a přínos celé diplomové práce. Otázky lze formulovat následovně, přičemž všechny spolu úzce souvisí:

- Co znamená „optimální kapitálová struktura“?
- Existuje nějaký univerzálně platný postup (vzorec) pro nalezení (dosažení) optimální kapitálové struktury?
- Které faktory a jakým způsobem se nejvíce podílejí na formování kapitálové struktury?

Vzhledem k této závěrečné části mají části předešlé přípravný charakter, jelikož jednotlivé teorie a faktory kapitálové struktury jsou v nich pouze představeny, aniž by obsahovaly subjektivní zhodnocení jejich významnosti a praktické využitelnosti.

V poslední osmé části se může čtenář dozvědět, odkud byly čerpány základní informace a údaje pro potřeby této práce, a kde by se případně mohl blíže informovat o dané problematice.

## 2. Podnik, podnikání a podnikatel

Pojmy podnikání a podnikatel jsou definovány jako základní pojmy obchodního práva v § 2 obchodního zákoníku. § 2 odst. 1 obchodního zákoníku vymezuje podnikání jako soustavnou činnost prováděnou samostatně podnikatelem vlastním jménem a na vlastní odpovědnost za účelem dosažení zisku. Za podnikání lze tedy považovat pouze takovou činnost, která vykazuje následujících šest kumulativních znaků podnikání:

- soustavnost – činnost musí být vykonávána pravidelně či opakovaně a musí mít pokračující charakter (nepřetržitost není vyžadována, a proto lze za podnikání považovat i tzv. sezónní podnikání),
- samostatnost – ten, kdo danou činnost provozuje, sám disponuje rozhodovací pravomocí (zejm. o způsobu, rozsahu, době a místě výkonu dané činnosti),
- vlastním jménem – osoba jedná pod svým vlastním jménem a příjmením nebo pod obchodní firmou, pod kterou je registrována (nejedná tedy pod jménem jiného subjektu),
- na vlastní odpovědnost – osoba vykonávající příslušnou činnost sama odpovídá za výsledek své podnikatelské činnosti, za případné porušení právních předpisů a závazků či způsobenou škodu,
- za účelem dosažení zisku – záměrem a motivem osoby provozující příslušnou činnost je dosažení zisku, přičemž není rozhodující, zda byl zisk skutečně realizován,
- činnost musí být provozována podnikatelem.

Za podnikání lze považovat jen takovou činnost, která je oprávněná, tzn. nejedná se o činnost zakázanou či prováděnou bez podnikatelského oprávnění. Absence podnikatelského oprávnění se ovšem nikterak nedotýká povahy nebo platnosti právního úkonu učiněného touto osobou (§ 3a odst. 1 obchodního zákoníku). Pojem podnikání, jak je vymezen § 2 obchodního zákoníku, je rozsahově širší ve srovnání se živnostenským podnikáním, které je vymezeno v § 2 živnostenského zákona jako soustavná činnost provozovaná samostatně, vlastním jménem, na vlastní odpovědnost, za účelem dosažení zisku a za podmínek stanovených živnostenským zákonem, protože

pojem podnikání dle obchodního zákoníku zahrnuje nejen živnostenské podnikání (živnosti), ale i činnosti dalších podnikatelských subjektů.

Na základě § 2 odst. 2 obchodního zákoníku jsou za podnikatele považovány následující čtyři skupiny osob:

- osoby zapsané v obchodním rejstříku,
- osoby podnikající na základě živnostenského oprávnění,
- osoby podnikající na základě jiného než živnostenského oprávnění podle zvláštních předpisů,
- osoby provozující zemědělskou výrobu zapsané do evidence podle zvláštního předpisu.

Osoby, které se zapisují do obchodního rejstříku, jsou vyjmenovány v § 34 odst. 1 obchodního zákoníku. Jedná se o následující osoby:

- obchodní společnosti a družstva (jejich právní úprava se nachází v § 56 až 260 obchodního zákoníku),
- zahraniční osoby (fyzické i právnické osoby), jejichž oprávnění podnikat na území České republiky vzniká na základě § 21 odst. 4 obchodního zákoníku ke dni zápisu této osoby, popřípadě organizační složky jejího podniku, v rozsahu předmětu podnikání zapsaném do obchodního rejstříku (toto ustanovení se nevztahuje na fyzické osoby vyjmenované v § 21 odst. 5 obchodního zákoníku – jedná se zejména o fyzické osoby, které jsou státními příslušníky členského státu Evropské unie),
- fyzické osoby, které jsou podnikateli a mají bydliště v České republice a osoby podle § 21 odst. 5, které podnikají na území České republiky, pokud o zápis požádají, přičemž do obchodního rejstříku se zapisují vždy, jestliže výše jejich výnosů nebo příjmů snížených o daň z přidané hodnoty, je-li součástí výnosů nebo příjmů, dosáhla nebo přesáhla za dvě po sobě bezprostředně následující účetní období v průměru částku sto dvacet milionů Kč,
- další osoby, stanoví-li povinnost jejich zápisu zvláštní právní předpis (státní podniky, banky, burzy apod.).

Osoby, které chtějí podnikat na základě živnostenského oprávnění, musí vždy splňovat všeobecné podmínky provozování živnosti uvedené v § 6 živnostenského zákona a v případě živností řemeslných, vázaných a koncesovaných rovněž zvláštní podmínky provozování živnosti upravené v § 7 živnostenského zákona, který považuje za splnění zvláštních podmínek odbornou, popř. jinou způsobilost, je-li vyžadována. Živnost nemůže provozovat fyzická nebo právnická osoba, u které nastala některá z překážek provozování živnosti uvedených v § 7a živnostenského zákona. I v případě, že fyzická osoba nespĺňuje některou z předepsaných podmínek, může živnost provozovat v případě, že za sebe ustanoví tzv. odpovědného zástupce (§ 11 živnostenského zákona), který stanovené podmínky splňuje. Právnická osoba musí mít odpovědného zástupce ustanoveného vždy. Oprávnění provozovat živnost nejčastěji vzniká u ohlašovacích živností dnem ohlášení a u koncesovaných živností dnem nabytí právní moci rozhodnutí o udělení koncese.

Osoby podnikající na základě jiného než živnostenského oprávnění podle zvláštních předpisů jsou zejména ty osoby, které jsou vyloučeny z působnosti živnostenského zákona (negativní vymezení živností je obsaženo v § 3 živnostenského zákona), protože jejich podnikání je upraveno zvláštními zákony. Patří sem zejména tzv. svobodná povolání provozovaná podle zvláštních zákonů<sup>1</sup>, jako jsou lékaři (zákon č. 95/2004 Sb.), znalci a tlumočníci (zákon č. 36/1967 Sb.), auditoři (zákon č. 524/1992 Sb.), advokáti (zákon č. 85/1996 Sb.), notáři (zákon č. 358/1992 Sb.) aj.

Obchodní zákon považuje za podnikatele rovněž osoby, které provozují zemědělskou výrobu a jsou zapsány do evidence podle zvláštního předpisu, kterým se stal od 1. května 2004 zákon o zemědělství. Ten v § 2f odst. 1 jednoznačně stanovil, že fyzická nebo právnická osoba, která hodlá podnikat v zemědělství, vyjma fyzické osoby podle § 2e odst. 2, je povinna se zaevidovat. Výjimka se týká pouze provozování drobné pěstitelské a chovatelské činnosti a prodeje nezpracovaných rostlinných a živočišných výrobků, které evidenci zemědělského podnikání podle zákona nepodléhají. Evidenci zemědělských podnikatelů svěřil zákon obecním úřadům obcí s rozšířenou působností.

---

<sup>1</sup> Tyto zvláštní zákony jsou uvedeny za jednotlivými svobodnými povoláními. U všech uvedených zákonů se rozumí ve znění pozdějších předpisů.

Vymezením pojmu podnik se zabývá § 5 obchodního zákoníku, podle kterého se podnikem rozumí soubor hmotných (budovy, stroje, materiál apod.), osobních (podnikatel, řídicí zaměstnanci, ostatní zaměstnanci) a nehmotných (nehmotné statky, majetková práva, ostatní hodnoty) složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit. Dle českého práva je podnik věc hromadná (§ 5 odst. 2 obchodního zákoníku). Jak vyplývá z ustanovení § 118 odst. 1 občanského zákoníku, věci jsou předmětem občanskoprávních (a tudíž i obchodněprávních) vztahů. Podnik je tak objektem (předmětem) právních vztahů, nikoliv jejich subjektem. Z toho vyplývá, že podnik (ani jeho organizační složka) nemá právní subjektivitu, tj. není právním subjektem. Na jeho právní poměry se použijí ustanovení o věcech v právním smyslu. Tím není dotčena působnost zvláštních právních předpisů vztahujících se k nemovitým věcem, předmětům průmyslového a jiného duševního vlastnictví, motorovým vozidlům apod., pokud jsou součástí podniku.

Pojetí podniku se u nás v minulosti odlišovalo, přičemž prof. I. Pelikánová<sup>2</sup> charakterizuje základní etapy následovně:

- V českém obchodním právu se před válkou vyvinulo pojetí podniku ovlivněné francouzskou koncepcí fonds de commerce. Podnik byl považován za zvláštní druh předmětu práv, který není ani věcí, ani právem, jehož podstata je nehmotná. Hmotné předměty byly považovány za příslušenství podniku. Základní složkou podniku byla klientela, jejíž vazba na podnik byla chráněna právem nekalé soutěže. Právo nekalé soutěže v tomto kontextu plnilo obdobnou funkci, jako vlastnické žaloby při ochraně vlastnického práva.
- V období totalitního režimu bylo toto pojetí podniku zcela opuštěno a nahrazeno podnikem personifikovaným, který byl socialistickou organizací, základním článkem ekonomiky. Personifikace podniku byla usnadněna omezením okruhu subjektů činných aktivně v ekonomice. Napříště jimi mohly být jenom právnické osoby, z velké části zbavené základního atributu právní osobnosti - vlastnického

---

<sup>2</sup> PELIKÁNOVÁ I.: Obchodní právo, díl I. Praha: ASPI, 2005, str. 32-134. PELIKÁNOVÁ, I.: Úvod do srovnávacího práva obchodního. Praha: C.H. Beck 2000.

práva. Vlastnický vztah mezi majitelem podniku a podnikem nebyl z hlediska socialistické ekonomiky důležitý.

- Po roce 1989 chyběl českému právnímu jazyku termín pro označení nově budovaných nebo nově do vlastnictví podnikatelů vrácených hospodářských jednotek. Potřebný termín byl nalezen právě ve slově podnik, jehož obchodní zákoník definoval jako předmět. Definice je však ve srovnání s předválečnými teoriemi široká a elastická, zahrnuje veškeré předměty a hodnoty používané podnikatelem k podnikání (§ 5 obchodního zákoníku).

V běžné mluvě dochází k časté personifikaci podniku. Prof. I. Pelikánová k této skutečnosti dále uvádí<sup>3</sup>: „Jestliže rozlišení podniku (závodu) od fyzické osoby je vcelku samozřejmé, přirozené a nepochybné, odlišení od subjektu, jímž je právnická osoba, je pro naši představivost mnohem obtížnější. To je příčinou časté personifikace podniku, nedostatečné schopnosti nahlížet odděleně na podnik a jeho majitele, je-li jím obchodní společnost.“

S obdobným problémem se lze setkat v případě institutu obchodní firmy. Přestože je pojem firmy definován v § 8 obchodního zákoníku jako název, pod kterým je podnikatel zapsán do obchodního rejstříku, v běžné řeči se užívá pojmu firma v naprosto odlišném, nesprávném významu, kdy firma je personifikována a používána jako náhražka pojmu subjekt, podnikatel či obchodní společnost. Pojmy podnik a firma jsou tak promiscue používány v různých souvislostech, s nejasným významem, a to nejen v běžné řeči, ale i v odborných publikacích a v právní praxi.

V ekonomických disciplínách i praxi je nesprávné používání (z hlediska právního) pojmů podnik a firma silně zažito, nicméně je na místě konstatovat, že k nedorozuměním z tohoto důvodu dochází jen velmi zřídka. Na podnik (obdobně firmu) je nahlíženo jako na základní prvek ekonomického systému a hospodářskou jednotku. Na podnik bude nahlíženo ekonomickým pohledem i v následujících částech této práce. V situacích vyžadujících přesnější terminologii bude upřednostňován pojem podnikatel, který v sobě zahrnuje zejména obchodní společnosti a podnikající fyzické

---

<sup>3</sup> <http://www.srovnovacipravo.cz/texty/prevod.htm>.

osoby, tedy takové subjekty, u nichž rozhodování o kapitálové struktuře patří k nejvýznamnějším rozhodovacím problémům vůbec.



## 3. Majetková a kapitálová výstavba podniku

Každý podnik potřebuje pro vykonávání své činnosti určité výrobní faktory, přičemž kromě řídicích a výkonných pracovníků potřebuje hospodářské prostředky (stroje, budovy apod.), které slouží k dosahování jeho cílů. Tyto hospodářské prostředky jsou nazývány v peněžním vyjádření souhrnně jako aktiva [22]. Každé aktivum „pochází“ z určitého zdroje, přičemž tyto zdroje v peněžním vyjádření jsou označovány souhrnně jako pasiva. Přehled stavu majetku podniku (aktiv) a zdrojů podniku v peněžním vyjádření k určitému datu se nazývá rozvaha (balance), přičemž musí vždy platit, že suma aktiv se musí vždy rovnat sumě pasiv, neboli majetek musí být vždy plně kryt zdroji. Toto pravidlo, které říká, že nelze mít více majetku než zdrojů, se nazývá princip bilanční rovnosti.

### 3.1. Majetková struktura podniku

Majetkem podniku se rozumí souhrn všech věcí, peněz, pohledávek a jiných majetkových hodnot, které patří podnikateli a slouží k jeho podnikání<sup>4</sup>. Pod pojmem majetková struktura se rozumí složení aktiv, tj. majetku společnosti. Struktura majetku je ovlivňována řadou faktorů vyplývajících především z charakteru činnosti podnikatele, ale i z cílů, kterých chce podnikatel dosahovat.

Majetek je možné rozdělit do dvou základních skupin, které se odlišují funkcí, kterou v podniku plní, a dobou, po kterou je majetek v podniku vázán, tzn. dobou, po kterou slouží v provozu podniku, než se vrátí do peněžní formy [22].

#### 3.1.1. Investiční majetek

Investiční majetek<sup>5</sup> je výsledkem minulých investičních rozhodnutí a slouží podniku dlouhou dobu, zásadně déle než jeden rok. Tato složka aktiv je dále členěna do tří základních skupin, a to na dlouhodobý nehmotný majetek, dlouhodobý hmotný majetek a dlouhodobý finanční majetek.

---

<sup>4</sup> Definice obchodního majetku podnikatele je obsažena v § 5 zákona č. 513/1991 Sb., obchodního zákoníku.

<sup>5</sup> Bývá označován též jako stálý, fixní, neoběžný, dlouhodobý majetek; v rozvaze byl označován dříve jako stálá aktiva, nyní jako dlouhodobý majetek.

### 3.1.1.1. Dlouhodobý hmotný majetek

Dlouhodobý hmotný majetek se vyznačuje tím, že byl pořízen proto, aby byl užíván v normální provozní činnosti (nikoliv aby byl opětně prodán). Dále se očekává, že bude užíván během více než jednoho účetního období. Dlouhodobý hmotný majetek má fyzickou podobu a na rozdíl od materiálu nevstupuje fyzicky do výrobku určenému k prodeji. Takovýto majetek se tudíž nespoteřovává najednou, nýbrž se postupně opotřebovává a znehodnocuje, a úměrně tomuto postupnému opotřebování přenáší svou hodnotu ve formě odpisů<sup>6</sup> do nákladů podniku.

Typickými příklady dlouhodobého majetku odepisovaného jsou budovy, stavby, stroje, výrobní zařízení, přístroje, inventář, dopravní prostředky aj. Existuje ovšem i tzv. dlouhodobý majetek neodepisovaný, jehož hodnota se časem nemění, nebo naopak se časem dokonce zhodnocuje, a proto není odepisován. Mezi takový neodepisovaný dlouhodobý majetek patří pozemky, kulturní a umělecké památky, zlato a drahé kovy.

### 3.1.1.2. Dlouhodobý nehmotný majetek

Dlouhodobý nehmotný majetek zahrnuje převážně práva, z jejichž vlastnictví vyplývá (nebo se očekává) ekonomický prospěch, a od charakteristik dlouhodobého hmotného majetku se tento majetek liší tím, že nemá fyzickou substanci [14]. Mezi nejtypičtější příklady dlouhodobého nehmotného majetku patří patenty, koncese a licence, autorská práva, ochranné známky, software, goodwill<sup>7</sup> a náklady na založení podniku<sup>8</sup>. Dlouhodobý nehmotný majetek je odepisován obdobně jako dlouhodobý hmotný majetek, přičemž by měl být systematicky amortizován během co nejlépe odhadnuté doby jeho používání. Odepisování se opět děje podle zákona o daních z příjmů a rozhodnutí účetní jednotky.

---

<sup>6</sup> V účetnictví je odpis peněžním odhadem částky (vyjádřené jako náklad), o niž se určité dvoudobé aktivum v daném účetním období opotřebovalo; výběr metody účetních odpisů je plně v kompetenci podniku (účetní jednotka si metodu sama zvolí tak, aby odpovídala reálnému opotřebí; daňové odpisy jsou v ČR určeny zákonem o daních z příjmů), přičemž v praxi je nejvíce používána výkonová metoda, založená na výkonu odpisovaného aktiva, rovnoměrná metody a zrychlené metody (reprezentované nejčastěji metodami DDB a SYD). Podrobněji o metodách odpisování viz např. [14].

<sup>7</sup> Goodwill vzniká při akvizici a představuje kladný či záporný rozdíl mezi oceněním podniku, nebo jeho části, nabytého zejména koupí, vkladem nebo oceněním majetku a závazků v rámci přeměn společností, s výjimkou změny právní formy, a souhrnem jeho individuálně přeceněných složek majetku sníženým o převzaté závazky [10].

<sup>8</sup> V rozvaze označovány jako zřizovací výdaje.

### 3.1.1.3. Dlouhodobý finanční majetek

Poslední částí dlouhodobého majetku je dlouhodobý finanční majetek, kde patří takové cenné papíry a podíly, které budou mít dobu držení delší než 12 měsíců; jde o majetkové účasti (cenné papíry a podíly v podnicích ovládaných a řízených či pod podstatným vlivem), realizovatelné cenné papíry a podíly, dlužné cenné papíry držené do splatnosti, přičemž splatnost přesahuje horizont 12 měsíců od data pořízení [10].

### 3.1.2. Oběžný majetek

Oběžný majetek<sup>9</sup> na rozdíl od investičního majetku, který převážně vytváří provozní kapacitu, plní v podniku zcela jinou roli. Oběžný majetek se vyskytuje v podniku v různých formách, přičemž jedna jeho forma přechází v jinou, tzn. obíhají, aby byla zajištěna plynulost reprodukčního procesu. Tento oběh si lze názorně představit tak, že za peníze jsou nakoupeny suroviny, ty jsou následně přeměněny v nedokončené výrobky, ty jsou následně dokončeny, hotové výrobky jsou prodány na obchodní úvěr a vznikají pohledávky, které jsou následně (resp. měly by být) uhrazeny, tzn. jsou přeměněny v hotové peníze nebo v peníze na účtu. Oběžný majetek tedy mění svou podobu (obíhá) „od peněz k penězům“, přičemž na rozdíl od investičního majetku, který se obrací velmi pomalu (např. budova se „obráť“ za padesát i více let), oběžný majetek se obrací velmi rychle (např. v obchodě to může být záležitost několika mála dnů). Oběžný majetek může existovat buď v podobě věcné jako suroviny, materiál, nedokončené a hotové výrobky nebo v podobě peněžní jako hotovostní peníze, peníze na účtech, pohledávky a krátkodobé cenné papíry. V rozvaze je oběžný majetek uspořádán podle likvidnosti<sup>10</sup> od jeho nejméně likvidních k nejlikvidnějším součástem.

#### 3.1.2.1. Zásoby

Zásoby jsou nejméně likvidní součástí oběžných aktiv, protože zpeněžit rychle a bez větších ztrát např. již zastaralé výrobky či materiál je prakticky nemožné. Mezi zásoby patří materiál (který je tvořen zejm. surovinami, pomocnými látkami, provozovacími látkami, náhradními díly, obaly a obalovými materiály, drobným hmotným majetkem),

<sup>9</sup> Bývá označován též jako krátkodobý, provozní majetek, v rozvaze jako oběžná aktiva, na základě anglického pojmu working capital se rovněž uchytilo označení pracovní kapitál.

<sup>10</sup> Likvidnost označuje schopnost jednotlivých složek majetku přeměnit se rychle a bez větších ztrát na peněžní prostředky[22] nebo jinak řešeno, jedná se o míru obtížnosti transformace majetku do hotovostní formy [10]. Z hlediska likvidnosti jsou logicky peníze nejlikvidnějším majetkem, zatímco stroje, budovy a jiný investičně náročný majetek jsou nejméně likvidní.

nedokončená výroba a polotovary, výrobky, zvířata, zboží a poskytnuté zálohy na zásoby. Z hlediska oceňování zásob má význam členění zásob na zásoby nakupované, které jsou oceňovány pořizovací cenou (cenou pořízení + náklady související s pořízením), a na zásoby vlastní výroby či darované, které jsou oceňovány reprodukční pořizovací cenou nebo vlastními náklady.

### 3.1.2.2. Pohledávky

Pohledávky jsou v rozvaze evidovány jednak jako krátkodobé, tj. takové, které v okamžiku vzniku mají dobu splatnosti jeden rok a kratší, jednak jako dlouhodobé, u nichž doba splatnosti přesahuje jeden rok. Nejdůležitějším typem pohledávek jsou pohledávky z obchodních vztahů (resp. z obchodního styku), kde se řadí zejm. dlouhodobé a krátkodobé pohledávky za odběrateli, poskytnuté zálohy dodavatelům a cenné papíry předané bance k eskontu [13]. Dále mohou vznikat pohledávky ve vztahu ke společníkům, členům družstva a účastníkům sdružení, pohledávky ve vztahu k zaměstnancům, pohledávky z titulu poskytnutých krátkodobých půjček v rámci konsolidačního celku, pohledávky ve vztahu k finančním orgánům aj.

Podniky prodávají své výrobky a zboží jednak za hotovost jednak na obchodní úvěr<sup>11</sup>, přičemž poskytování obchodního úvěru přináší prodejci vždy určitá pozitiva ale i negativa<sup>12</sup>.

### 3.1.2.3. Finanční majetek

Do této nejlikvidnější složky oběžného majetku jsou řazeny hotovosti podniku (peníze, šeky, poukázky k zúčtování a ceniny), peněžní účty v bankách (zejm. běžný účet), krátkodobé cenné papíry a podíly a pořizovaný krátkodobý finanční majetek (zejm. cenné papíry a podíly, jež má podnik převážně v držení do jednoho roku a které plní jednak funkci peněžních ekvivalentů, jednak funkci krátkodobých investic) a peníze na cestě.

---

<sup>11</sup> Srov. výklad o obchodním úvěru v této diplomové práci na str. 67-68.

<sup>12</sup> Mezi základní výhody lze zařadit fakt, že platební podmínky jsou součástí obchodní nabídky, délka odkladu splatnosti může být konkurenční výhodou a dodavatelský úvěr je zdrojem financování pro odběratele, což mu umožňuje rozvoj. Mezi jednoznačné nevýhody prodeje na obchodní úvěr patří nevyhnutelná existence rizika nezaplacení, financování dodavatelského úvěru a s tím související zvýšení finančních nákladů.

### 3.1.3. Ostatní aktiva

Kromě výše charakterizovaných dvou základních částí majetku existuje ještě jedna důležitá položka na straně aktiv, jejíž existence je vyvolána potřebou účtování nákladů a výnosů do období, s nímž časově a věcně souvisejí. V některých podnicích se s těmito položkami téměř npracuje, jinde mohou ovšem být důležité. Do ostatních aktiv (jednotlivé typy časového rozlišení) patří náklady příštích období, komplexní náklady příštích období a příjmy příštích období.

#### 3.1.3.1. Náklady příštích období

Tato položka představuje výdaje běžného účetního období, jež se týkají nákladů období příštích, a to jednotlivých konkrétních nákladových položek [13]. Nejtypičtějšími příklady jsou nájemné placené předem, předplatné, zařazení většího rozsahu drobného nehmotného a hmotného majetku do užívání aj.

#### 3.1.3.2. Komplexní náklady příštích období

Tyto náklady mají vztah nikoliv k jednotlivému nákladovému druhu, ale k určitému účelu, např. k přípravě a záběhu výroby nových výrobků, k dlouhodobé propagaci apod. [13].

#### 3.1.3.3. Příjmy příštích období

Jedná se o částky, které věcně a časově souvisejí s výnosy běžného období, a které nejen že podnik neobdržel, ale které nebyly ani zaúčtovány na účtech pohledávek, např. provedené a odebrané, ale dosud nevyúčtované práce a služby, nebo vyexpedovaná dodávka zboží nebyla dosud vyfakturována. V teorii účetnictví se mluví o tzv. akruálních pohledávkách, které vyjadřují předjímané příjmy a současně již vydělané akruální výnosy.

## 3.2. Kapitálová struktura podniku

Kapitálovou strukturou podniku se rozumí struktura zdrojů, se kterými podnik pracuje a z nichž majetek podniku vznikl. Z principu bilanční rovnosti vyplývá, že každý majetek podniku musí být financován podnikovým kapitálem. Podnik si obstarává kapitál z různých zdrojů a podle toho, z jakých zdrojů kapitál pochází (z jakých zdrojů byl

majetek pořízen), lze rozlišovat financování vlastní a cizí. Obdobně se klasifikuje kapitál (pasiva) v účetnictví. O vlastní kapitál se jedná, jestliže ho do podniku vloží sám podnikatel či skupina podnikatelů. O cizí kapitál<sup>13</sup> se jedná, je-li do podniku vložen věřitelem (zejm. bankou).

### 3.2.1. Vlastní kapitál

Vlastní kapitál<sup>14</sup> představuje vlastní zdroje financování obchodního majetku podnikatele a v rozvaze se vykazuje na straně pasiv. Je hlavním nositelem podnikatelského rizika (u obchodních společností výhradním nositelem, u podniku jednotlivce spolu s jeho osobním majetkem). Jeho podíl na celkovém kapitálu je proto ukazatelem finanční jistoty (nezávislosti) podniku [24]. Výše vlastního kapitálu se mění především podle výsledků hospodaření podniku, a sice roste při generování zisku a klesá, je-li podnik ztrátový. Vlastní kapitál je tvořen pěti základními složkami: základním kapitálem, kapitálovými fondy, fondy ze zisku, nerozděleným ziskem a výsledkem hospodaření běžného roku.

#### 3.2.1.1. Základní kapitál

Základní kapitál je kapitál vložený do podnikání vlastníky při založení společnosti, ať už takovou povinnost mají ze zákona nebo tak učinili dobrovolně. Vytváření, zvyšování a snižování základního kapitálu se řídí obchodním zákoníkem, který také vymezuje základní typy obchodních společností a družstvo. Základní kapitál obchodní společnosti je peněžním vyjádřením souhrnu peněžitých i nepeněžitých vkladů všech společníků společnosti. Je povinně vytvářen v akciových společnostech (min. 2 mil Kč a u společností založených s veřejnou nabídkou akcií min. 20 mil. Kč), ve společnostech s ručením omezeným (min. 200 tis. Kč) a v komanditních společnostech (min. 5 tis. Kč). Základní kapitál obchodní společnosti se zvyšuje novými peněžními či nepeněžními vklady společníků, v akciové společnosti obvykle vydáním nových akcií nebo zvýšením nominální hodnoty dříve vydaných akcií. Snížení vlastního kapitálu lze provést jen do výše základního kapitálu stanovené zákonem. V akciové společnosti se snížení provádí snížením nominální hodnoty výměnou za nové akcie, nebo vyznačením jejich nižší nominální hodnoty, nebo vyjmutím určitého počtu akcií z oběhu [24].

---

<sup>13</sup> Často se lze setkat také s označením úvěrový, dluhový kapitál, krátce dluh.

<sup>14</sup> V naší rozvaze byl dříve označován jako vlastní jmění.

### 3.2.1.2. Kapitálové fondy

Kapitálové fondy představují vlastní zdroje, které podnik získal jinak než jako výsledek své hospodářské činnosti. Jejich původ může být jednak externí, tzn. podnik je získal zvnějšku, jednak interní [13]. Do externí skupiny patří emisní ážio<sup>15</sup> a ostatní kapitálové fondy<sup>16</sup>. Do interní skupiny náleží oceňovací rozdíly z přecenění majetku<sup>17</sup>.

### 3.2.1.3. Fondy ze zisku

Tyto fondy jsou tvořeny z dosaženého zisku a jsou vytvářeny ze zákona<sup>18</sup>, nebo jejich tvorba vyplývá ze společenských smluv, stanov, rozhodnutí valné hromady či rozhodnutí představenstva (statutární a ostatní fondy). Akciové společnosti a společnosti s ručením vytvářejí povinně rezervní fondy (družstvo vytváří tzv. nedělitelný fond), který mohou použít jen ke krytí ztrát společnosti nebo k opatřením, jimiž se má překonat nepříznivý průběh hospodaření.

### 3.2.1.4. Nerozdělený zisk (neuhrazená ztráta) minulých let

Jedná se o kumulované zisky či ztráty (již zdaněné), které podnik dosáhl za celou dobu své dosavadní existence a které jsou určeny k užití podnikem samým, pro jeho vlastní potřeby, nikoliv k rozdělení vlastníkům. Kumulované zisky či ztráty tedy nezahrnují tu část, která byla rozdělena mimo podnik ve formě dividend, podílů na zisku apod. Lze se setkat také s označením reinvestovaný či zadržovaný zisk.

### 3.2.1.5. Výsledek hospodaření běžného účetního období

Tato položka představuje zdaněný zisk (ztrátu) dosažený za běžný rok<sup>19</sup>, o kterém bude teprve rozhodnuto, jak bude rozdělen. Proto obsahuje i tu část zisku, kterou bude

---

<sup>15</sup> Emisní ážio vzniká při zvyšování základního kapitálu upisováním nových akcií a vkladů, a to jako rozdíl mezi jmenovitou hodnotou akcie, resp. vkladu a jejím vyšším emisním kursem.

<sup>16</sup> Ostatní kapitálové fondy jsou peněžní i nepeněžní vklady, jimiž podnik nehodlá zvýšit základní kapitál a které nelze považovat ani za emisní ážio. Patří sem rovněž přijaté dary.

<sup>17</sup> Tato část vlastních zdrojů pochází z rozdílu mezi účetní hodnotou některých aktiv a jejich přeceněním, přičemž se může jednat o zúčtování změn reálných hodnot některých finančních aktiv a finančních závazků (zejm. realizovatelné cenné papíry a podíly a podíly oceňované ekvivalencí) nebo mohou vznikat oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách společností.

<sup>18</sup> Tvorbu a čerpání těchto fondů upravuje pro jednotlivé typy obchodních společností a pro družstvo Obchodní zákoník.

<sup>19</sup> Výsledek hospodaření běžného účetního období se musí shodovat s údajem uvedeným v účetním výkazu zisků a ztrát.

doplněn rezervní fond (popř. jiný fond tvořený ze zisku), a tu část, která bude vyplacena vlastníkům. O tyto částky budou kumulované výdělků nižší.

### 3.2.2. Cizí zdroje

Cizí kapitál představuje zdroje, které podnik získal od jiných právnických či fyzických osob a jež mu byly zapůjčeny na určitou dobu. Obvykle podnik za zapůjčení kapitálu platí cenu, která se nazývá úrok. Podle doby zapůjčení kapitálu lze rozlišovat krátkodobý cizí kapitál, který je poskytován na dobu do jednoho roku, a dlouhodobý cizí kapitál, který je poskytován na dobu delší než jeden rok. V účetní rozvaze jsou cizí zdroje členěny do čtyř základních skupin: rezervy, dlouhodobé závazky, krátkodobé závazky a bankovní úvěry a výpomoci.

#### 3.2.2.1. Dlouhodobé cizí zdroje

V ČR je jediným kritériem pro zařazení vzniklého závazku na účty krátkodobých či dlouhodobých závazků časový interval jednoho roku. Jako dlouhodobé jsou na účtech evidovány ty závazky, u nichž doba splatnosti při jejich vzniku je delší než jeden rok. Při vykazování dlouhodobých závazků se musí ale postupovat jinak, jelikož hranice mezi krátkodobostí a dlouhodobostí jednotlivého závazku je relativní, protože čas plyne [14]. Pro vykázání závazku v rozvaze je tedy rozhodující, jaká je zbytková doba jeho splatnosti ke dni sestavení účetní závěrky, nikoli jaká je jeho celková doba splatnosti. V rámci dlouhodobých cizích zdrojů lze rozeznat tři velké skupiny: rezervy, dlouhodobé bankovní úvěry a (ostatní) dlouhodobé závazky<sup>20</sup>.

##### 3.2.2.1.1. Rezervy

Rezervy jsou určeny především pro případ nenadálých výkyvů v hospodaření, popř. pro případ ztráty z podnikatelské činnosti [10]. Podnik vytváří rezervy, pokud v budoucnu očekává rozsáhlý jednorázový výdaj, který by mohl nepříznivě ovlivnit průběh hospodaření. Rezervy mají povahu aktuálních závazků, protože jimi podnik již v běžném účetním období předjímá budoucí výdaje. Na budoucí výdaje vyplývající

---

<sup>20</sup> Pro úplnost je vhodné se zmínit i o tzv. odložené dani, které je přiřazena poslední účtová skupina uvedená ve třídě 4. Nejedná se o závazek ani pohledávku vůči finančnímu orgánu, nýbrž zde podnik účtuje o rozdílu mezi daní z příjmů, kterou vypočetl podle daňových pravidel a daní z příjmů, kterou by vypočetl, kdyby bral v úvahu pouze účetní pravidla. Odložený daňový závazek vzniká v případě, kdy daňová povinnost vypočtená podle daňových hledisek je nižší než povinnost vypočtená podle účetních hledisek. V opačném případě vzniká odložená daňová pohledávka [13].



z těchto závazků přispívá běžné období tím, že odpovídající díl z celkových budoucích výdajů zahrne do nákladů. Rezervu nelze použít na jiné výdaje, než na jaké byla vytvořena. Rezervy jsou členěny na dvě skupiny, a to na rezervy podle zvláštních právních předpisů<sup>21</sup> a jiné rezervy<sup>22</sup>.

### 3.2.2.1.2. Dlouhodobé bankovní úvěry

Ve státech s náležitě fungujícím kapitálovým trhem je obvyklé, že se podnik při nedostatku kapitálu obrací právě na tento trh, zejm. formou vydání akcií nebo dluhopisů. V ČR se ovšem podniky převážně obrací na banky (jednak vlivem tradice, jednak vlivem stále ještě náležitě nefungujícího kapitálového trhu) a získává od bank chybějící kapitál zejména ve formě úvěru<sup>23</sup>.

Od ostatních úvěrů (účtovaných ve třídě 2) se liší svojí dlouhodobostí<sup>24</sup> a patří zde i dlouhodobé úvěry směnečné, které banka podniku poskytuje při eskontu jeho směnky.

### 3.2.2.1.3. Dlouhodobé závazky

Mezi dlouhodobé závazky se zahrnují dluhy z obchodního i neobchodního styku (kromě bankovních úvěrů) s celkovou dobou splatnosti od jejich vzniku delší než jeden rok. Jedná se zejména o dlouhodobé závazky v rámci konsolidačního celku (zejm. závazky z dlouhodobě přijatých úvěrů a půjček), vydané dlouhodobé dluhopisy, závazky z nájmu, dlouhodobé přijaté zálohy, dlouhodobé směnky k úhradě a ostatní dlouhodobé závazky, pro něž není samostatný účet (účtuje se zde např. vklad tichého společníka).

### 3.2.2.2. Krátkodobé cizí zdroje

Krátkodobý cizí kapitál zahrnuje závazky podniku, které jsou splatné během jednoho roku. Patří mezi ně krátkodobé bankovní úvěry (běžné, eskontní, lombardní,

---

<sup>21</sup> Označují se zkráceně jako zákonné rezervy a jsou to takové rezervy, jejichž tvorba a výše je upravena daňovými a dalšími zákony.

<sup>22</sup> Jsou to jednak rezervy, jejichž tvorbu požaduje platná účetní legislativa, jednak ty, o nichž rozhoduje podnik sám [13]. Na rozdíl od zákonných rezerv se jejich tvorba na vrub nákladů nepovažuje za daňově uznatelnou.

<sup>23</sup> Tato skutečnost se projevuje i v českém účetnictví, které věnuje krátkodobým i dlouhodobým závazkům vůči bankám zvláštní pozornost a vyčleňuje je do samostatných účtových skupin. Proto v české účtové osnově existuje účtová skupina 23 – Krátkodobé bankovní úvěry, ačkoliv by měly být začleněny do krátkodobých finančních výpomocí, jimiž opravdu jsou [13]. Obdobně je tomu u dlouhodobých závazků, pro které ačkoliv existuje skupina účtů 47, je pro dlouhodobé bankovní úvěry vymezena samostatná účtová skupina 46 – Dlouhodobé bankovní úvěry.

<sup>24</sup> Opět je třeba připomenout, že na rozdíl od účetnictví, kdy je nutno rozhodnout, který konkrétní účet se použije, se při sestavování rozvahy posuzuje splatnost úvěru od rozvahového dne.

kontokorentní), dodavatelské úvěry<sup>25</sup> (v rozvaze uvedeny pod názvem závazky z obchodního styku), krátkodobé zálohy přijaté od odběratelů (jsou k dispozici podniku do doby dodávky) a závazky plynoucí ze směnek, prostřednictvím nichž má být placeno. Dále mohou vznikat závazky ve vztahu ke společníkům, členům družstva a účastníkům sdružení, závazky ve vztahu k zaměstnancům, závazky z titulu poskytnutých krátkodobých půjček v rámci konsolidačního celku, závazky ve vztahu k finančním orgánům aj.

---

<sup>25</sup> Srov. výklad o obchodním úvěru v této diplomové práci na str. 67-68.

## 4. Teorie optimální kapitálové struktury

Optimální kapitálovou strukturou je třeba rozumět jednak optimální poměr mezi vlastním a cizím kapitálem (tzn. míru zadlužení) a jednak optimální strukturu dluhů, tj. podíl krátkodobého cizího kapitálu a dlouhodobého cizího kapitálu.

Ve finanční teorii vznikla celá řada přístupů a vysvětlení k této problematice, přičemž určitá jejich část předpokládá méně deterministických činitelů a hledá se prostor závislosti mezi náklady kapitálu a kapitálovou strukturou, který lze zobecnit [6]. Ostatní předpokládají, že vývoj kapitálové struktury je ovlivněn celou řadou faktorů, které působí jak stejně, tak protichůdně, a je velmi obtížné je obecně určit. Optimalizace kapitálové struktury patří mezi důležitá témata zkoumání zejména v USA, přičemž do Evropy jsou výsledky amerických výzkumů víceméně přebírány. Názory na kapitálovou strukturu a její význam vyústily v posledních desetiletích do ucelených teorií<sup>26</sup>. Zjištěné teoretické postupy lze rozdělit do dvou skupin [10].

První skupina tzv. statických teorií vychází primárně při hledání optimální kapitálové struktury z obecné ekonomické teorie, kterou aplikuje na zvolený problém a doplňuje empirickým zkoumáním skutečného chování podniků. Do statických teorií lze zařadit především model Mertona Millera a Franca Modiglianiho, tzv. tradiční přístup (H. DeAngelo, L. Dodd, D. Durand, W. J. Eiteman, B. Graham, R. W. Masulis) a kompromisní teorie, neboli Trade-off Model (H. DeAngelo, R. W. Masulis, J. B. Warner). Přestože se závěry těchto teorií odlišují, sjednocuje je společný cíl, a sice prozkoumání, jestli existuje objektivní rovnovážný cílový stav podniku (proto název statické teorie) z hlediska vazby mezi jeho tržní hodnotou a zvolenou kapitálovou strukturou a mají-li se podniky v jednotlivých odvětvích snažit o jeho nalezení a zabezpečení prostřednictvím konkrétních finančních rozhodnutí [10].

Druhá skupina tzv. dynamických teorií vychází z empirického zkoumání skutečného chování podniků a doplňuje je teoretickým zobecněním. Hlavním představitelem

---

<sup>26</sup> Z důvodů vysoké rozmanitosti a náročnosti těchto teorií budou představeny pouze ty z nich, které lze považovat svým způsobem za přelomové.

dynamických teorií je Stewart Myers se svou teorií hierarchického pořádku, založenou na empirickém výzkumu Gordona Donaldsona. Autor teorie vychází z názoru, že optimální kapitálová struktura podniku obecně i konkrétněji v jednotlivých odvětvích v podstatě neexistuje a že snahy o přílišná zobecňování při optimalizaci kapitálové struktury z hlediska jejího vlivu na tržní hodnotu podniku mohou být velmi zavádějící. Každý podnik je natolik specifickým organismem fungujícím v konkrétních podmínkách podnikového klimatu a okolních vlivů, že jeho optimalizační snahy nelze přenášet na jiné podniky. Každý podnik přitom průběžně optimalizuje svá finanční rozhodnutí vzhledem k neustále se měnícím specifickým podmínkám svého vývoje (odtud odvozen název dynamické teorie) [10].

## 4.1. Statické teorie

Významným předělem ve vývoji teorie kapitálové struktury byl rok 1958, kdy vznikl model autorů Mertona Millera<sup>27</sup> a Franca Modiglianiho<sup>28</sup>, který bývá označován jako „model MM“. Autoři vycházeli ze zjednodušených předpokladů, na základě kterých pak formulovali závislost jednotlivých nákladů na kapitál, včetně celkových nákladů na kapitál, na stupni zadluženosti podniku [6]. Existují tři základní verze modelu, které se liší výchozími předpoklady: model MM I, MM II a MM III.

### 4.1.1. Model MM I

Model MM I je založen na následujících předpokladech:

- Podniky jsou financovány pouze akciemi a dluhopisy.
- Akcie a dluhopisy jsou obchodovány na dokonalých kapitálových trzích (neexistují transakční náklady, informace jsou dostupné všem investorům, žádný investor nemůže ovlivňovat cenu cenných papírů).
- Budoucí očekávané hodnoty zisků jsou pojaty jako průměrné hodnoty budoucích zisků a variabilitu očekávaných hodnot zisků v jednotlivých obdobích lze určit

---

<sup>27</sup> Merton Howard Miller (1923) je významným americkým ekonomem, nositelem Nobelovy ceny za ekonomii za rok 1990 za průkopnickou práci v oblasti ekonomie financí a korporací.

<sup>28</sup> Franco Modigliani (1918-2003) je světoznámým americkým ekonomem italského původu, který se v roce 1985 stal nositelem Nobelovy ceny za ekonomii za průkopnické práce při analýze spotřeby a úspor obyvatelstva a za teoretické práce v oblasti podnikových financí a finančních trhů.

prostřednictvím směrodatné odchylky, kterou lze měřit výši obchodního rizika podniku [10].

- Všichni současní i budoucí investoři očekávají shodné budoucí zisky podniku.
- Dluh podniku není rizikový a sazba dluhu je též bezriziková.
- Neuvažuje se zdanění zisku.
- Neuvažují se náklady úpadku (finanční tísně).
- Všechny peněžní toky jsou perpetuity.
- Vedení podniku se snaží maximalizovat bohatství akcionářů, tzn. při optimalizaci kapitálové struktury je preferováno hledisko vlastníka.

Za daných předpokladů platí následující tvrzení<sup>29</sup>:

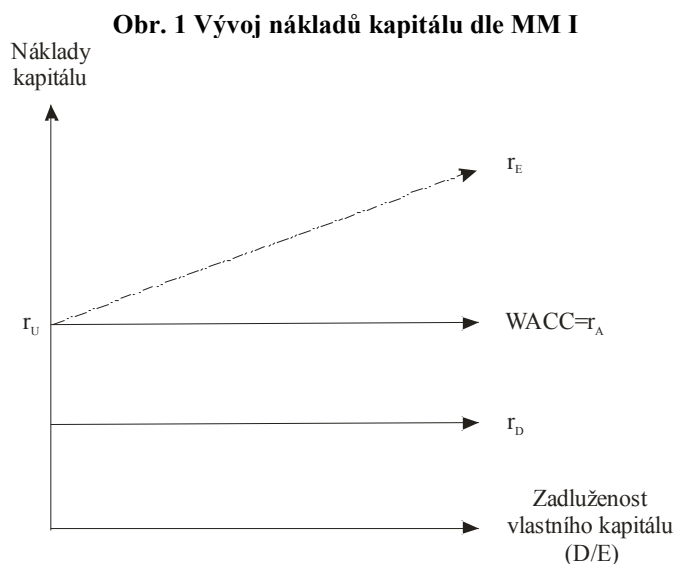
- Tržní hodnota podniku je nezávislá na jeho kapitálové struktuře a odvozuje se od míry očekávaného zisku na akcii v dané třídě podniků.
- Na dokonalých kapitálových trzích nezáleží na finančních rozhodnutích a kapitálová struktura je při daných investičních rozhodnutích nepodstatná (proto je možné úplné oddělení investičních a finančních rozhodnutí).
- Tržní hodnota podniku závisí na reálných aktivech a jejich užití, nikoliv na struktuře zdrojů krytí těchto aktiv.
- Hodnota zadluženého podniku je stejná jako hodnota nezadluženého podniku a žádná kombinace vlastního a cizího kapitálu není lepší než jiná.
- Nejenom volba mezi vlastním a cizím kapitálem, nýbrž i volba mezi krátkodobými a dlouhodobými zdroji nemá význam [2].
- Očekávaná míra zisku na akcii každého podniku dané třídy je lineární funkcí jeho zadluženosti a se zvyšující se zadlužeností roste. Každé zvýšení očekávaných výnosů je kompenzováno zvýšením rizika, resp. výnos roste proto, aby vyrovnal zvýšené riziko (akcionáři jsou tedy na tom stejně).

Podle modelu MM I s rostoucím zadlužením se náklady na kapitál ( $WACC$ ) nemění, tzn. náklady na kapitál jsou nezávislé na kapitálové struktuře podniku. S rostoucí zadlužeností se náklady dluhu ( $r_D$ ) nemění a náklady vlastního kapitálu ( $r_E$ ) rostou. Platí tedy  $WACC = r_A =$  konstanta a také náklady dluhu  $r_D$  jsou konstantní. Pro nezadlužený

---

<sup>29</sup> Pro odvození uvedených tvrzení lze doporučit např. MODIGLIANI, F., MILLER, M. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. American Economic Review, 1963.

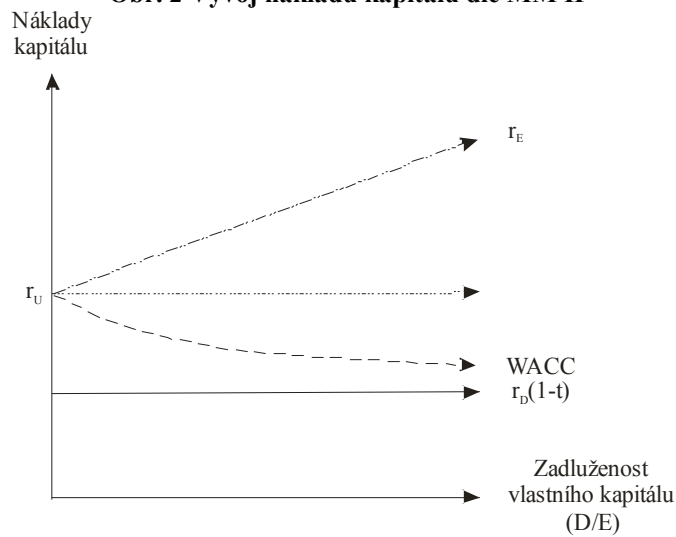
podnik platí  $r_E = r_U = r_A$ , přičemž  $r_U$  jsou náklady nezadluženého podniku. V případě zadluženého podniku platí  $r_E = r_U + (r_U - r_D) \cdot D/E$ .



#### 4.1.2. Model MM II

Model MM II oproti modelu MM I zvažuje vliv daňových efektů, tzn. do hry se dostává tzv. úrokový daňový štít, který zlevňuje cizí kapitál. Model MM II je tedy založen na stejných předpokladech jako model předchozí, zvažuje se ovšem navíc zdanění zisku. Z daných předpokladů lze odvodit tvrzení, že zvýšení zadluženosti podniku je výhodné v důsledku daňového efektu, neboť se snižují průměrné náklady na kapitál a podnik by se tedy měl orientovat na maximální využití dluhu ve struktuře zdrojů [2]. Z uvedeného vyplývá, že vývoj průměrných nákladů na kapitál je vlivem úrokového daňového štítu klesající s rostoucí zadlužeností.

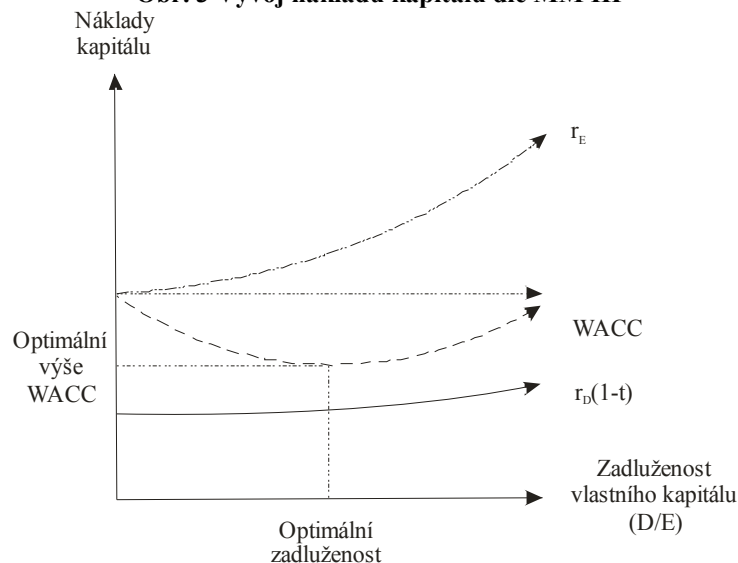
**Obr. 2 Vývoj nákladů kapitálu dle MM II**



### 4.1.3. Model MM III

Narozdíl od předešlých modelů bere model MM III v potaz i náklady úpadku (finanční tísně), které vznikají u podniků s vysokým zadlužením. S růstem dluhového financování roste nebezpečí finanční tísně, které má za následek vznik nákladů finanční tísně. Náklady finanční tísně zvyšují od určité míry zadlužení náklady dluhu. Vznik a růst těchto nákladů způsobuje, že efekt z úrokového daňového štítu je v určité míře pohlcen 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.

**Obr. 3 Vývoj nákladů kapitálu dle MM III**



Z grafu je patrné, že jak náklady na cizí kapitál, tak náklady na vlastní kapitál mají exponenciální průběh. Vývoj průměrných nákladů na kapitál má tvar křivky U a existuje optimální míra zadluženosti, které odpovídají minimální náklady kapitálu. S vyšším stupněm zadluženosti se projevují náklady finanční tísně, do kterých lze zahrnout náklady úpadku a tzv. agenturní náklady<sup>30</sup> [6].

Náklady úpadku jsou všechny přímé a nepřímé náklady, které vzniknou podniku v důsledku jeho finančních obtíží. Lze sem zahrnout zejm.:

- Zvýšené úroky požadované věřiteli, kteří jimi kompenzují zvýšené riziko.
- Snížený zájem zákazníků o produkci podniků, které jsou ve finančních potížích.
- Nižší tržní cena majetku podniků, které se nacházejí v úpadku.
- Náklady vznikající v důsledku odchodu vysoce kvalifikovaných pracovníků.
- Různé poplatky právníkům a expertům, které je třeba uhradit, jestliže se podnik dostává do úpadku.

#### 4.1.4. Tradiční pohled

Tradiční model reagoval na model MM a na rozdíl od Modiglianiho a Millera odmítá předpoklad dokonalosti kapitálových trhů. Při zachování ostatních předpokladů je odvozována existence optimální kapitálové struktury z hlediska jejího vlivu na hodnotu podniku. O tento pohled se zasloužili zejména L. Dodd, D. Durand, W. J. Eiteman, B. Graham aj.

Tradiční pohled vyvozuje souvislost mezi reálnou ziskovostí obyčejné akcie a podílem cizího kapitálu na celkových zdrojích podniku. Zastánci tohoto směru tvrdí, že reálná ziskovost obyčejné akcie je mírně ovlivněna regulováním dluhu v rámci kapitálové struktury [10]. Zastánci tradičního pohledu tedy považují za důležité to, co se zdá Modiglianimu a Millerovi nepodstatné. Změna ziskovosti akcie v souvislosti se změnou kapitálové struktury nepokrývá pouze změnu rizika, ale reálně ovlivňuje bohatství akcionáře.

---

<sup>30</sup> Agenturní náklady (Agency Costs) vznikají v důsledku konfliktů zájmů mezi vlastníky a manažery (vedením), resp. když dochází k oddělení vlastnictví od řízení.



## 4.2. Dynamické teorie

Hlavním představitelem dynamických teorií je Stewart Meyers, který zobecnil závěry analýz Gordona Donaldsona z přelomu 50. a 60. let. Jeho teorie hierarchického pořádku stojí v protikladu ke statickým teoriím. Model MM i tradiční přístup sledovaly při optimalizaci kapitálové struktury zájem vlastníků podniku, zatímco teorie hierarchického pořádku sleduje zájem podnikových manažerů. Z tohoto rozdílu vyplývá, že zatímco předchozí teorie usilovaly na základě různých úvah o stanovení určité optimální kapitálové struktury, teorie hierarchického pořádku si za cíl optimalizaci kapitálové struktury neklade a nestanovuje přesně definovaný  $D/E$ . Výše tohoto poměru je totiž více či méně specifická pro každý podnik a odpovídá kumulovaným požadavkům podniku na vnější financování.

Teorie hierarchického pořádku tvrdí, že podniky volí při financování svých potřeb cestu nejmenšího odporu a nesnaží se o nejlepší finanční rozhodnutí. Hodnota podniku dlouhodobě závisí prioritně na investičních a provozních rozhodnutích a finanční rozhodnutí jsou pouze doplňkové (avšak ne bez významu). V tomto tvrzení se teorie hierarchického pořádku v podstatě shoduje s modelem MM I.

Významným rysem teorie hierarchického pořádku je zdůraznění iracionálních faktorů při určování optimální kapitálové struktury. Všechny předchozí teorie totiž předpokládaly plnou racionalitu rozhodujícího se subjektu a iracionální subjekty opomíjely. Teorie hierarchického pořádku racionální faktory nepopírá, hodnotí však rozhodnutí o optimální kapitálové struktuře mnohem komplexněji. Neplatí, že by všechny podniky měly při rozhodování shodné informace. Asymetrická informovanost je důležitým pilířem Myersovy teorie [10].

## 5. Strategická finanční rozhodování

Podnikové vedení musí prakticky nepřetržitě činit rozhodnutí nejrůznějšího obsahu, přičemž rozhodování o kapitálové struktuře patří k velmi důležitým strategickým rozhodnutím. Při tomto rozhodování musí podnikový management zvažovat celou řadu faktorů, které budou dále podrobněji rozebrány.

Z pohledu podnikové reality (ta na rozdíl od výše zmíněných teorií optimální kapitálové struktury se nemůže opřít o zjednodušující předpoklady) je zřejmé, že pro nalezení optimální kapitálové struktury neexistuje žádný univerzálně platný vzorec, neboť je nutno brát v potaz celou řadu faktorů, které často vyplývají z výhod, resp. nevýhod použití cizího kapitálu. Poměr mezi vlastním a cizím kapitálem se mezi různými podniky často značně odlišuje, např. v závislosti na odvětví, ve kterém podnik působí, neboť v průmyslových podnicích většinou převládá vlastní kapitál, zatímco u obchodních podniků se tento poměr pohybuje kolem 50 % a u finančních institucí výrazně převládá cizí kapitál [24]. Mezi další důležité faktory patří zejm. struktura majetku podniku (většímu podílu dlouhodobého majetku často odpovídá vyšší podíl vlastního, resp. dlouhodobého cizího kapitálu), subjektivní postoj podnikatele nebo manažerů (podnikatel s menším sklonem k riziku bude pravděpodobně více zdrženlivější, co se týče dluhového financování), úroková míra bank (cena cizího kapitálu), výnosnost podniku (výnosnější podnik si může spíše dovolit více dluhů a vyšší úrokovou míru), stabilita tržeb a zisku, tzv. pákový efekt aj.

### 5.1. Výhody a nevýhody cizího kapitálu

Málokterý podnikatel v dnešní době pracuje bez cizího kapitálu. Důvodů pro použití cizího kapitálu existuje několik [22]:

- Podnikatel nedisponuje dostatečnou výší vlastního kapitálu, který je nezbytný k založení podniku. Aby vůbec mohl svou podnikatelskou činnost zahájit, musí buď přibrat dalšího společníka, což však omezuje jeho pravomoci a snižuje podíl na dosaženém zisku, nebo si musí opatřit právě kapitál cizí.

- Podnikatel nedisponuje přechodně potřebným kapitálem v době, kdy jej potřebuje, např. při nákupu strojů, surovin, možnosti realizace výhodné investice.
- Podnikatel při použití cizího kapitálu „nerozředuje“ své pravomoci, neboť poskytovateli, narozdíl od přibrání nových společníků, nevznikají žádná práva v přímém řízení podniku.
- Cizí kapitál je levnější než kapitál vlastní, protože jednak věřitelé podstupují menší riziko než podnikatelé, a jednak lze cenu cizího kapitálu (tj. nákladové úroky) zahrnout do nákladů, tzn. úroky za něj zaplacené jsou daňově uznatelnou položkou a snižují tak daňový základ, čímž dochází ke snížení nákladů na cizí zdroje. Jedná se o tzv. úrokový daňový efekt (štíť), který nelze pozorovat u vlastního kapitálu, protože dividendy (u akciových společnostech, jinak podíl na zisku) se vyplácí až ze zdaněného zisku.
- Za určitých okolností může působit tzv. finanční páka, kdy zapojení cizího kapitálu zvedá („páčí“) výnosnost vlastního kapitálu.

Použití cizího kapitálu samozřejmě přináší také negativní dopady:

- Zapojením cizího kapitálu se zvyšuje zadluženost podniku a tím dochází ke snížení jeho finanční stability. Vysoký objem dluhů prudce zvyšuje pravděpodobnost, že tyto závazky nebudou řádně a včas uhrazeny, nebezpečí bankrotu narůstá. Zejména v období poklesu výkonů se jedná o závažný problém, který může ohrozit existenci celého podniku.
- S rostoucí zadlužeností roste také riziko věřitelů. Proto se stává problematické získání dalšího cizího kapitálu. Pokud se podaří vyjednat další nový dluh, bude dražší než dluhy předešlé, protože věřitelé musí své vyšší riziko promítnout do ceny poskytovaného kapitálu.
- Zadluženost se sebou většinou přináší omezení jednání podnikového vedení (např. v důsledku zajištění).

V rámci dané kapitoly je vhodné shrnout rovněž výhody a nevýhody krátkodobých a dlouhodobých zdrojů financování. Mezi hlavní výhody užití krátkodobých zdrojů financování lze řadit:

- Krátkodobý cizí kapitál je levnější než dlouhodobý cizí kapitál (úrokové sazby jsou obvykle nižší).
- Krátkodobý cizí kapitál lze zpravidla získat rychleji (snadněji) než dlouhodobý, protože potenciální věřitelé neprovádějí tak detailní posuzování a prověřování.
- Krátkodobé financování je vhodné k pokrytí sezónních a cyklických potřeb, protože podnik nemusí být ochoten si vytvořit dlouhodobé závazky, které ani zpravidla nelze splatit předčasně [26].

Užití krátkodobých zdrojů financování ovšem přináší zvýšení rizika platební neschopnosti, protože krátkodobý kapitál musí být v poměrně krátké době splacen.

## 5.2. Náklady na investovaný kapitál

Každé podnikatelské rozhodnutí je třeba činit v souladu se základním cílem<sup>31</sup>, který si podnikatel klade. Pojetí základního cíle podnikání prošlo historickým vývojem. Obvykle byl základní cíl podnikání formulován jako generování maximálního zisku, který byl vyjadřován v absolutní výši a později v řadě poměrových ukazatelů jako je rentabilita (výnosnost či návratnost) vlastního kapitálu, rentabilita celkového kapitálu aj.[22]. Později (v 80. letech) došlo k zásadnímu zvratu v pojetí základního cíle podnikání, který byl formulován jako maximalizace hodnoty podniku, přičemž existuje více možností, jak tuto hodnotu kvantifikovat. Z existujících možností chápání hodnoty podniku je třeba v kontextu pojednání o kapitálové struktuře zdůraznit pojetí, kdy velikost hodnoty podniku odpovídá současné hodnotě budoucích ekonomických užitků plynoucích z vlastnictví podnikových aktiv [10]. V rámci takového pojetí hodnoty lze tržní hodnotu podniku (FMV – Fair Market Value) vyjádřit jako [12]:

$$FMV = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{WACC - g_n} \cdot (1+WACC)^{-n},$$

kde FCFF je volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele v čase t,

n - počet období,

WACC - vážené kapitálové náklady,

---

<sup>31</sup> Základním cílem podniku se rozumějí cíle vlastníků podniku. Cílem lze rozumět budoucí stav, o jehož dosažení je usilováno.

$g_n$  - tempo růstu FCFF udržitelné do nekonečna.

Z výše uvedeného vztahu vyplývá, že s růstem nákladů na použitý kapitál (WACC) hodnota podniku klesá a s jejich poklesem podniková hodnota roste. Je tedy zřejmé, že podnikové vedení má zájem na snižování, resp. minimalizaci nákladů na kapitál. Z tohoto důvodu lze považovat náklady na použitý kapitál za základní faktor ovlivňující volbu kapitálové struktury.

Průměrné vážené náklady kapitálu lze stanovit podle dnes již velmi známého vzorce:

$$WACC = r_e \cdot \frac{E}{C} + r_d \cdot \frac{D}{C} \cdot (1 - t),$$

kde  $r_e$  - náklady na vlastní kapitál (return of equity),

$r_d$  - náklady na cizí kapitál (return of debt),

$E$  - vlastní kapitál (equity),

$D$  - cizí, explicitně úročený kapitál (debt),

$C$  - kapitál celkem (capital) =  $E + D$ ,

$t$  - daňová sazba z příjmů právnických osob (tax).

Průměrné náklady kapitálu zohledňují jednak cenu za použití cizího kapitálu (úrok)  $r_d$  včetně faktoru daní  $(1-t)$ , jednak požadovaný výnos vlastníků podniku  $r_e$ . Výsledná hodnota průměrných nákladů na kapitál se odvíjí od jeho struktury, a proto tyto náklady představují průměrnou cenu, kterou podnik platí za zvolené financování.

Jak už bylo výše naznačeno v současnosti převládá teorie tzv. U – křivky celkových nákladů kapitálu, kdy tyto náklady zpočátku se zvyšující zadlužeností klesají, ale od určité míry začnou stoupat, protože vliv daní (viz daňový štít) na cenu cizího kapitálu je pohlcen vyššími požadavky věřitelů na úroky při vyšším zadlužení, kdy stoupá riziko. S růstem zadluženosti rostou náklady dluhu i náklady na vlastní kapitál v důsledku vyššího rizika věřitelů a vlastníků při vyšším zadlužení. Nejvhodnější (optimální) varianta zadluženosti je taková, při které jsou průměrné vážené náklady kapitálu nejmenší. Stanovení takové varianty je ovšem v praxi velmi obtížné zejm. Vzhledem k

složitosti získávání údajů o nákladech dluhu a vlastního kapitálu pro všechny varianty zadluženosti.

### 5.2.1. Základní postupové kroky při výpočtu WACC

Na základě uvedeného vzorce pro výpočet WACC by se mohlo na první pohled mylně zdát, že kvantifikace nákladů na kapitál je jednoduchou záležitostí. S ohledem na zachování patřičné přesnosti kvantifikace (resp. vyhnutí se přílišnému zkreslení) je třeba postupovat velmi opatrně. Stanovení WACC předpokládá uskutečnění následujících čtyř postupných kroků [10][12][17][18]:

- stanovení váhy jednotlivých složek kapitálu,
- určení nákladů na cizí kapitál,
- určení nákladů na vlastní kapitál,
- výsledný propočet WACC.

#### 5.2.1.1. Váhy jednotlivých složek kapitálu

První krok výpočtu vážených nákladů kapitálu spočívá v určení vah jednotlivých složek kapitálu (tj. podíl vlastního a cizího kapitálu) na celkovém investovaném kapitálu. Celkovým investovaným kapitálem je třeba rozumět veškeré zdroje, kromě kapitálu, z něhož nejsou placeny žádné přímé úroky [12]. Odborná literatura (zejm. zahraniční) při stanovení vah jednotlivých složek převážně doporučuje vycházet z tržních hodnot, tj. tržní kapitalizace vlastního kapitálu (E) a cizích zdrojů (D) na celkové tržní hodnotě daného podniku ( $E+D=C$ ). Použití tržních hodnot ovšem předpokládá, že kapitálový trh poskytuje informace s přiměřenou vypovídací schopností, což je ovšem zaručeno pouze na nejvyspělejších kapitálových trzích pro podniky, které jsou na nich obchodovány [12]. Jelikož využití tržních hodnot v České republice není v zásadě možné, jsou proto východiskem pro stanovení vah jak pro společnosti obchodované na kapitálovém trhu, tak i pro ostatní společnosti především účetní hodnoty jednotlivých složek kapitálu.

Údaje o jednotlivých součástech cizích zdrojů je možné získat z účetního výkazu rozvahy, přičemž se jedná o následující položky<sup>32</sup>:

---

<sup>32</sup> V následujícím výčtu není obsažena důležitá položka cizích zdrojů, a sice rezervy. Rezervy jsou tvořeny na vrub nákladů a věcně nesouvisejí s hlavním předmětem činnosti, proto je věcně správnější považovat je za zdroje vlastní.

- běžné a dlouhodobé bankovní úvěry,
- dluhopisy všeho druhu,
- finanční výpomoci.

Pro přesnější celkovou kvantifikaci cizích zdrojů je vhodné doplnit k výše uvedeným položkám i tzv. mimobilanční položky, protože podniku vznikají i určité závazky, které nejsou zachyceny v rozvaze, a jejichž nezohledněním dojde ke zkreslení celkových zdrojů. Jedná se zejména o:

- komplexní pronájem,
- finanční leasing<sup>33</sup>,
- ostatní úročené závazky.

Váhy pro jednotlivé složky kapitálu lze vypočítat na základě jednoduchého vzorce:

$$1 = \frac{E}{C} + \frac{D}{C},$$

kde  $C = E + D$ .

### 5.2.1.2. Náklady na cizí kapitál

Zpoplatněné cizí zdroje podniku jsou tvořeny zejm. dluhopisy, bankovními úvěry, finančními výpomocemi a finančním leasingem. Od kapitálových položek, za které podnik neplatí žádnou cenu (nevzniká náklad), je při výpočtu průměrných nákladů kapitálu nezbytné abstrahovat, tzn. nezahrnout je do celkového objemu cizích zdrojů. Typickým příkladem cizího zdroje, za který podnik neplatí žádnou cenu, jsou krátkodobé závazky z obchodního styku, neboť podnik získává možnost využívat tento obchodní úvěr po dobu stanovenou dodavatelem zásadně bezplatně.

Náklady na cizí kapitál lze stanovit jako vážený průměr z efektivních úrokových sazeb, které jsou placeny z různých forem cizího kapitálu. Pro výpočet efektivní úrokové míry lze použít obecný vzorec pro výpočet výnosu do doby splatnosti dluhu, který je možno použít pro jakýkoliv typ úročeného cizího kapitálu [17]:

---

<sup>33</sup> V praxi tento problém vzniká především při pořizování majetku prostřednictvím finančního leasingu, protože podle české právní úpravy se tento majetek nestává vlastnictvím podniku, tzn. majetek pořízený na leasing se nepromítne do rozvahy, což ve svém důsledku může u některých podniků výrazně zkreslit jeho zadluženost. Objem leasingových závazků by měl být tedy přičten k objemu závazků, neboť budoucí leasingové splátky představují v podstatě stejný dluh jako splátky úvěru.

$$D = \sum_{t=1}^n \frac{U_t \cdot (1-d) + S_t}{(1+i)^t},$$

- kde  $D$  – čistá částka peněz získaná výpůjčkou,  
 $U_t$  – úrokové platby,  
 $d$  – sazba daně z příjmů<sup>34</sup>,  
 $S_t$  – splátka dluhu za dohodnutý časový interval,  
 $n$  – počet období, kdy jsou prováděny platby z dluhu,  
 $i$  – hledaná efektivní úroková míra.

Tento způsob není ovšem vždy použitelný<sup>35</sup> a současně mnozí odborníci doporučují alternativní postup založený na tržních údajích, což znamená stanovování nákladů na cizí kapitál na základě údajů z kapitálového trhu o výnosnosti dluhopisů se stejnou bonitou. Podrobněji např. [5] či [17].

V podmínkách České republiky rozhodující podíl na cizím financování připadá bankovním úvěrům a dluhopisové financování je zatím třeba považovat pouze za okrajovou záležitost. Proto stanovení nákladů na cizí kapitál bude převážně vycházet ze sjednaných úrokových sazeb obsažených v uzavřených úvěrových smlouvách. Ačkoliv, jak bylo výše naznačeno, nejsou tyto faktické úrokové sazby z bankovních úvěrů dostatečně přesným vyjádřením nákladů kapitálu, lze je např. dle [17] použít za předpokladu:

- jedná se o velmi solventní podnik,
- úvěr byl přijat nedávno a odráží tedy současné podmínky,
- podmínky úvěru se výrazně neliší od obvyklých podmínek pro podobné úvěry na trhu,
- je vypočten efektivní úrok.

---

<sup>34</sup> Je-li pro výpočet nákladů na cizí kapitál použit tento vzorec, budou tyto náklady již zohledňovat daň, a proto při výpočtu průměrných nákladů kapitálu nelze náklady na cizí kapitál znovu násobit tzv. daňovým štítem  $(1-d)$ .

<sup>35</sup> Tento způsob výpočtu nelze použít, pokud nejsou pevně stanoveny úroky z dluhů a pokud nelze předpokládat, že částka peněz získaná výpůjčkou odpovídá současné tržní hodnotě dluhu. Tato situace nastane, pokud budou aktuální úrokové míry na kapitálovém trhu odlišné od nominální úrokové míry dohodnuté při poskytování příslušné formy cizího kapitálu, nebo pokud příslušný dluh nebude mít vysokou bonitu a bude hrozit, že závazky z dluhu plynoucí nemusí být splaceny [17].



### 5.2.1.3. Náklady na vlastní kapitál

Údaje o výši a struktuře vlastního kapitálu lze nalézt v účetní rozvaze podniku. V případě správně fungujícího podniku je vlastní kapitál tvořen základním kapitálem doplněným o zadržený zisk, který se tak zapojil do financování podniku. Vlastní kapitál je pro další výpočty účelné upravit o položku rezerv.

Na rozdíl od nákladů cizího kapitálu nejsou u nákladů vlastního kapitálu dohodnuty žádné pevné platby, což obecně vyvolává představu, že vlastní kapitál nic nestojí, resp. je zdarma. Náklady na vlastní kapitál jsou ve skutečnosti dány očekávanou mírou výnosu investorů s ohledem na míru rizika spojenou s touto investicí. Při odhadech těchto výnosových měr dochází často k porovnávání srovnatelných investic se shodnou mírou rizika.

Pro účely odhadu nákladů na vlastní kapitál bývají nejčastěji doporučovány následující metody:

- model oceňování kapitálových aktiv (CAPM),
- stavebnicová metoda,
- model APT,
- dividendový model,
- průměrná rentabilita,
- odvození nákladů vlastního kapitálu z nákladů cizího kapitálu.

#### 5.2.1.3.1. Model CAPM (Capital Asset Pricing Model)

Model oceňování kapitálových aktiv<sup>36</sup> představuje základní model pro odhad nákladů vlastního kapitálu v anglosaských zemích a i v České republice již získal mnoho zastánců.

Model CAPM se opírá o tzv. přímku cenných papírů, která odvozuje střední očekávanou výnosnost cenného papíru od očekávané bezrizikové výnosnosti a průměrné prémie za riziko na kapitálovém trhu:

---

<sup>36</sup> Model CAPM byl nezávisle na sobě odvozen několika autory: Johnem Linterem, Williamem Sharpem a Jackem Treynorem. Všichni autoři totiž jednotně dospěli ke stanovení rizikové prémie, která je chápána jako rozdíl mezi očekávaným výnosem cenného papíru a bezrizikovou mírou [12].

$$E(r_i) = r_f + \beta_i [E(r_m) - r_f],$$

kde  $E(r_i)$  - střední očekávaná výnosnost aktiva X (zejm. akcie),

$E(r_m)$  - střední očekávaná výnosnost kapitálového trhu (tržního portfolia),

$r_f$  - výnosnost bezrizikového aktiva,

$\beta$  - míra tržního (systematického) rizika aktiva X – koeficient beta.

Podle uvedeného vzorce závisí očekávaná výnosnost i-tého aktiva na bezrizikové úrokové míře a prémii za riziko, která se rovná násobku tržní premie za riziko (tj. velikost středního výnosu trhu překračující bezrizikový výnos) a koeficientu beta. Výslednou očekávanou výnosnost lze pak použít jako hledaný náklad vlastního kapitálu.

### 5.2.1.3.1.1. Předpoklady modelu CAPM

Model oceňování kapitálových aktiv je postaven na celé řadě předpokladů [4] [12] [17] [20]:

- investoři jsou averzní k riziku a maximalizují očekávaný užitek z výnosu v horizontu jednoho roku (vychází z plánu pro jedno období),
- investoři činí svá rozhodnutí pouze na základě průměrné hodnoty a směrodatné, odchylky výnosů portfolií, tzn. průměr a směrodatná odchylka musí existovat,
- všechna kapitálová aktiva jsou nekonečně dělitelná,
- investoři akceptují cenu a nemohou ji ovlivnit,
- existuje bezriziková výpůjční a zápůjční sazba,
- všechna aktiva lze obchodovat a mají stanovenou cenu,
- kapitálové trhy jsou dokonalé,
  - trh je zcela transparentní, všichni investoři mají k dispozici volně a bezúplatně všechny informace,
  - investoři očekávají stejný vývoj do budoucnosti,
  - daně a transakční náklady neexistují,
  - k dispozici je neomezené množství zdrojů při stejné úrokové míře.

Výše uvedené předpoklady, zejm. směnitelnost cenných papírů bez dodatečných transakčních nákladů, neexistence daní, možnost všech investorů prodávat a kupovat

za bezrizikovou míru, normální nebo lognormální rozdělení výnosů z cenných papírů neodráží aktuální stav kapitálových trhů. Přes všechna naznačená omezení představuje model CAPM nejvyužívanější<sup>37</sup> nástroj pro odhad nákladů vlastního kapitálu odvozený z tržních dat.

#### 5.2.1.3.1.2. Bezriziková úroková míra

Prvním parametrem modelu představuje bezriziková míra výnosu (risk free). V reálném ekonomickém prostředí ovšem aktivum, jehož výnosnost by nebyla zatížena rizikem, neexistuje. Proto se při kvantifikaci bezrizikové míry výnosu vychází nejčastěji ze státních obligací. Názory na to, jaký typ státních dluhopisů zohlednit, se liší. Za nejméně riziková lze považovat státní pokladniční poukázky, nicméně odborníci se přiklánějí ke stanovisku, aby pro tyto účely byla využívána výnosnost desetiletých státních obligací [3]. Současně se doporučuje používat průměr za více dluhopisů, jelikož výnosnost konkrétního dluhopisu by mohla být ovlivněna mimořádnými okolnostmi.

#### 5.2.1.3.1.3. Koeficient beta

Riziková prémie (risk market premium) je kvantifikována jako součin tržní rizikové premie a koeficientu beta určitého aktiva. Riziko je zde charakterizováno směrodatnou odchylkou výnosnosti daného cenného papíru od jeho průměrné výnosnosti. Předpokládá se současně, že investor vytváří portfolio, pomocí něhož může riziko diverzifikovat. Z tohoto důvodu fungující kapitálový trh odměňuje pouze riziko systematické<sup>38</sup>, které nelze diverzifikovat. Koeficient beta a výsledná prémie za riziko vyjadřují pouze systematické riziko, které je odměňováno. Specifické riziko lze eliminovat vhodnou diverzifikací, a proto není důvod, proč by měla být za tento typ rizika požadována nějaká prémie za riziko jako v případě rizika systematického, které diverzifikací eliminovatelné není [10].

Koeficient beta vyjadřuje míru systematického rizika prostřednictvím poměření citlivosti jednotlivého cenného papíru na změny tržního portfolia. Pro koeficient beta aktiva A platí vztah [17]:

---

<sup>37</sup> Empirické studie zároveň potvrdily, že model je spolehlivým nástrojem pro investory.

<sup>38</sup> Za tzv. systematické, tržní nebo též nediverzifikovatelné riziko se považuje riziko, které vyplývá z celkového ekonomického vývoje a postihuje všechny subjekty (politické riziko, riziko změn úrokových sazeb či devizových kurzů, riziko inflace apod.). Za riziko specifické, jedinečné nebo též diverzifikovatelné, se považuje riziko, které je individuální pro každý konkrétní typ aktiv (podnikatelské riziko, riziko likvidity, managementu apod.).

$$\beta_A = K_{AM} \cdot \frac{S_A}{S_M} \quad \text{nebo} \quad \beta_A = \frac{COV(R_A R_M)}{(S_M)^2},$$

kde:  $K_{AM}$  - koeficient korelace mezi vývojem výnosnosti aktiva A a tržního portfolia M,  
 $S_A$  - riziko aktiva A vyjádřené směrodatnou odchylkou,  
 $S_M$  - riziko tržního portfolia M vyjádřené směrodatnou odchylkou,  
 $(S_M)^2$  - rozptyl výnosnosti tržního portfolia,  
 $COV(R_A R_M)$  - kovariance mezi výnosem aktiva A a výnosem tržního portfolia.

Koeficient vyjadřuje systematické riziko tím, že měří citlivost daného aktiva na tržní pohyby (k jaké procentní změně kursu akcie v průměru dochází při změně na trhu o 1 %) a v úvahu přicházejí následující situace:

- Je-li  $\beta > 1$ , cenný papír má tendenci obecné pohyby trhu zesilovat, tzn. je rozkolísanější než jako trh celek.
- Je-li  $\beta = 1$ , pohyb cenného papíru koreluje s pohybem trhu jako celku, tzn. je neutrální.
- Je-li  $\beta < 1$  a  $> 0$ , cenný papír má tendenci obecné pohyby trhu zeslabovat, tzn. pohybuje se ve stejném směru jako trh, ale ne ve stejném rozsahu.
- Je-li  $\beta = 0$ , cenný papír nereaguje na pohyby trhu, tzn. jedná se o bezrizikový cenný papír.
- Je-li  $\beta < 0$ , cenný papír má tendenci se pohybovat proti obecnému pohybu trhu.

Koeficient  $\beta$  lze odhadnout následujícími způsoby [17]:

- z minulého vývoje, tzv. historické  $\beta$ ,
- metodou analogie,
- na základě analýzy působících faktorů.

#### 5.2.1.3.1.3.1. Historické $\beta$

Jedná se o základní postup odhadu koeficientu beta, kdy se určuje regresní závislost mezi výnosy cenného papíru určitého podniku a výnosy trhu jako celku, přičemž sklon regresní přímky představuje hledaný koeficient beta. Koeficient beta je možné konkrétně vypočítat jako podíl kovariance mezi výnosem trhu a akcie a rozptylu

výnosnosti trhu [17]. Základní úskalí tohoto postupu spočívá ve skutečnosti, že historické  $\beta$  lze kvantifikovat pouze pro akciové společnosti, jejichž akcie jsou obchodovány na kapitálových trzích, přičemž i za splnění této podmínky lze za spolehlivý odhad považovat pouze  $\beta$  britské a  $\beta$  z kapitálových trhů USA [17].

### 5.2.1.3.1.3.2. Metoda analogie

Tento postup odhadu koeficientu beta využívá hodnot beta podobných podniků s nediverzifikovanou činností, popř. se vychází z tzv. oborových hodnot (průměrné údaje za určitý obor či odvětví)<sup>39</sup>. Při aplikaci této metody je třeba mít na zřeteli existenci odlišností v obchodním a finančním riziku. Vliv odlišností v obchodním riziku se do  $\beta$  promítá expertním odhadem. Vliv odlišností ve finančním riziku<sup>40</sup>, které závisí na kapitálové struktuře, je možné vyjádřit následujícím vztahem [15]:

$$\beta_L = \beta_{UNLEV} \cdot \left[1 + (1-t) \cdot \frac{D}{E}\right] - \beta_{DEBT} \cdot (1-t) \cdot \frac{D}{E},$$

kde  $\beta_L$  je beta koeficient vlastního kapitálu u zadluženého podniku,

$\beta_{UNLEV}$  - beta koeficient vlastního kapitálu při nulovém zadlužení,

$\beta_{DEBT}$  - beta koeficient pro cizí kapitál vyjadřující riziko dluhu,

t - sazba daně z příjmů,

D - cizí úročené zdroje,

E - vlastní kapitál.

Jelikož je  $\beta_{DEBT}$  většinou možné považovat za nulové, potom platí:

$$\beta_L = \beta_{UNLEV} \cdot \left[1 + (1-t) \cdot \frac{D}{E}\right]$$

$$\beta_{UNLEV} = \frac{\beta_L}{1 + (1-t) \cdot \frac{D}{E}}$$

<sup>39</sup> Řada odborníků z České republiky vychází z průměrných koeficientů beta pro odvětví při nulovém zadlužení, která uvádí A. Damodaran. Tyto průměrné koeficienty jsou následně přepočítány dle konkrétní kapitálové struktury podniku. A. Damodaran umožňuje přístup k těmto údajům na své internetové stránce [www.damodaran.com](http://www.damodaran.com).

<sup>40</sup> Tato odlišnost vzniká v případě, že kapitálová struktura podniku se výrazně odlišuje od struktury, která je obvyklá v rámci daného oboru.

#### 5.2.1.3.1.3.3. Odhad na základě analýzy působících faktorů

Koeficient beta je odhadován na základě analýzy faktorů, které na něj působí.<sup>41</sup> Postup je založen na multikriteriálním hodnocení, kterému předchází stanovení jednotlivých skupin faktorů, které jsou následně v rámci určitého podniku podrobněji analyzovány a následně jsou jim přiřazovány určité stupně rizika. Mezi faktory, které mají na hodnotu koeficientu beta největší vliv, se nejčastěji uvádějí [17]:

- oblast podnikání (cyklické podniky disponují s větším beta než necyklické, podniky produkující výrobky nezbytné pro denní potřebu mají větší beta než podniky se „zbytnou“ produkcí apod.),
- provozní páka (provozní páka je charakterizována podílem fixních nákladů na celkových nákladech, přičemž při výkyvech podnikových výkonů dochází k větší variabilitě provozních zisků právě u podniků s větším podílem fixních nákladů, a proto by měly mít tyto podniky větší beta koeficient),
- finanční páka (finanční páka je charakterizována poměrem mezi zpoplatněným cizím kapitálem a kapitálem vlastním, přičemž větší podíl cizího kapitálu znamená více fixních plateb, a proto podniku více zadluženému by měl být přiřazen beta koeficient větší).

#### 5.2.1.3.1.4. Tržní prémie za riziko

Tržní riziková prémie vyjadřuje rozdíl mezi výnosem rizikem<sup>42</sup> zatíženého tržního portfolia a výnosem bezrizikového aktiva. Tato prémie je většinou odhadována na základě historických hodnot, které byly dosaženy na kapitálových trzích, přičemž odborníci doporučují stanovovat prémie na základě dat o vývoji kapitálových trhů v USA za co nejdélejší období, a tyto prémie následně vhodně přizpůsobit podmínkám trhů národních.<sup>43</sup> Při kvantifikaci rizikové prémie je zapotřebí dbát na to, aby cenný papír použitý k výpočtu bezrizikové míry výnosu byl použit i k odhadu prémie.

---

<sup>41</sup> Tento postup lze použít i v rámci expertní úpravy historických beta či úpravy beta stanovené metodou analogie.

<sup>42</sup> Riziko tržního portfolia bývá vyjadřováno směrodatnou odchylkou zachycující volatilitu jeho výnosnosti.

<sup>43</sup> Za jednoduchou metodu úpravy tržní rizikové prémie na národní podmínky lze považovat úpravu základního propočtu prémie na základě dat USA o riziko země, přičemž bývá využíván rating země, který bývá stanovován např. dvěma nejznámějšími ratingovými agenturami Moodys a Standart and Poors.

### 5.2.1.3.2. Stavebnicové metody

Pojem stavebnicové metody<sup>44</sup> je užíván jako technický termín pro metody, které celkovou rizikovou přírážku neodvozují z kapitálového trhu, nýbrž ji zjišťují jako součet několika dílčích rizikových přírážek. Variant stavebnicové metody existuje celá řada v závislosti na vymezení rizikových faktorů [17]. Obecně lze odhad nákladů na vlastní kapitál prostřednictvím stavebnicové metody rozdělit do následujících kroků:

- stanovení bezrizikové míry výnosu,
- vymezení základních rizikových faktorů,
- ohodnocení stupně rizika pro jednotlivé rizikové faktory,
- převod stanoveného stupně rizika na rizikovou přírážku,
- náklady na vlastní kapitál jsou tvořeny součtem bezrizikové míry výnosu a jednotlivých rizikových přírážek.

Tzv. komplexní stavebnicová metoda usiluje o co možná nejúplnější postižení všech dílčích rizik<sup>45</sup>, které je účelné promítnout do celkových nákladů na vlastní kapitál. Dílčí faktory jsou vyhodnoceny jako riziko nízké, přiměřené, zvýšené a vysoké. Jednotlivá rizika hodnoceného podniku jsou členěna následovně:

- rizika na úrovni oboru,
  - dynamika oboru,
  - cykličnost oboru,
  - potenciál inovací v oboru,
  - určování trendů v oboru,
- rizika na úrovni trhu, kde je podnik činný,
  - kapacita trhu v souvislosti na možnost expanze,
  - rizika dosažení tržeb,
  - rizika proniknutí na trhy,
- rizika vyplývající z konkurence,
  - konkurenceschopnost produktů,
  - konkurence,
  - ceny,

---

<sup>44</sup> V USA je tato metoda označována jako „build-up model“.

<sup>45</sup> Stavebnicová metoda usiluje o postižení úplného rizika, tedy nejen rizika systematického, ale i (na rozdíl od metody CAPM) nesystematického.

- kvalita a řízení kvality,
- výzkum a vývoj,
- reklama a propagace,
- distribuce a servis,
- rizika na úrovni managementu
  - vize a strategie
  - klíčové osobnosti
  - organizační struktura
- rizika na úrovni výrobního procesu,
  - technologické možnosti výroby,
  - struktura výrobků,
  - pracovní síla,
  - dodavatelé,
  - úroveň fixních nákladů,
  - postavení podniku vůči odběratelům,
  - postavení podniku vůči dodavatelům,
  - bariéry vstupu do odvětví,
- rizika financování,
  - poměr úročeného cizího kapitálu a kapitálu vlastního,
  - úrokové krytí ,
  - krytí splátek úvěrů a leasingových splátek z cash flow,
  - podíl čistého pracovního kapitálu na oběžných aktivech,
  - běžná a rychlá likvidita,
  - průměrná doba inkasa pohledávek,
  - průměrná doba držení zásob.

Ministerstvo průmyslu a obchodu České republiky používá při svých analýzách také jednu z variant stavebnicového modelu pro odhad nákladů vlastního kapitálu. Kvantifikace je založena na rovnici<sup>46</sup>:

$$r_e = r_f + r_{LA} + r_{podnikatelské} + r_{finstab} + r_{finstr} ,$$

---

<sup>46</sup> Podrobněji je postup včetně výpočtu jednotlivých parametrů popsán na stránkách Ministerstva průmyslu a obchodu <http://www.mpo.cz>.



kde  $r_f$  je bezriziková míra výnosu,

$r_{LA}$  - přírážka za velikost podniku,

$r_{podnikatelské}$  - přírážka za produkční sílu,

$r_{finstab}$  - přírážka za finanční stabilitu,

$r_{finstr}$  - přírážka za riziko dělení produkční síly.

### 5.2.1.3.3. Model APT (Arbitrage Pricing Theory)

Model arbitrážního oceňování obdobně jako model CAPM zdůrazňuje, že očekávaný výnos závisí na riziku, které pramení z obecných ekonomických vlivů (tzn. riziku systematickém), nikoliv na riziku jedinečném. Na rozdíl od modelu CAPM, kde se prémie za riziko odvíjí od beta koeficientu, v teorii APT závisí tato prémie na několika makroekonomických faktorech. Např. teoretici Chen, Roll a Ross předpokládají, že existují čtyři dominantní faktory ovlivňující ceny akcií, a to neočekávané změny [12]:

- úrovně ekonomické aktivity v odvětví,
- míry inflace,
- rozpětí mezi krátkodobými a dlouhodobými úrokovými sazbami,
- rozpětí mezi výnosy obligací podniků s nízkým a vysokým rizikem,

Je zřejmé, že model arbitrážního oceňování je značně náročný na vstupní informace, a tudíž je i pracnější než model CAPM.

### 5.2.1.3.4. Dividendový model

Další metoda odhadu nákladů vlastního kapitálu spočívá ve využití tzv. dividendového modelu, který se používá pro oceňování akcií. Tento model předpokládá, že hodnota akcií závisí na současné hodnotě příjmů, které lze z držení akcie očekávat. Při teoreticky nekonečné<sup>47</sup> době držení akcie je pak její hodnota dána pouze současnou hodnotou očekávaných dividend. Za předpokladu, že v následujícím roce bude mít dividenda hodnotu  $D$  a v následujících letech poroste konstantním tempem  $g$ , byl odvozen následující model pro stanovení tzv. vnitřní hodnoty akcie  $P_0$ , který bývá označován jako Gordonův:

$$P_0 = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{D_0 \cdot (1+g)^i}{(1+r)^i} = \frac{D_0 \cdot (1+g)}{r-g} = \frac{D_1}{r-g},$$

---

<sup>47</sup> Jinak by musela být zohledněna i prodejní cena akcie za  $n$  let.

kde  $r$  je požadovaná výnosnost akcie.

Za použití Gordonova vzorce, je-li známa (resp. lze-li odhadnout) výše dividendy na akcii pro následující rok, trhem požadovaná výnosnost akcií i tempo růstu dividend v dalších letech, lze stanovit hodnotu konkrétní akcie. Analogicky, jednoduchou úpravou Gordonova vzorce, lze stanovit požadovanou výnosnost:

$$r = \frac{D_1}{P_0} + g .$$

Očekávanou výnosnost akcií, která odpovídá právě odhadu nákladů na vlastní kapitál, lze vypočítat, pokud je známa tržní cena akcie a odhad výše dividendy pro příští rok a tempo růstu této dividendy.

Dividendový model, ač (či právě protože) vypadá jednoduše, má pro odhad nákladů vlastního kapitálu pouze omezený praktický význam z následujících důvodů:

- model vychází z nerealistického předpokladu konstantního tempa růstu dividend,
- přesný odhad tempa růstu dividend je de facto nemožný,
- je zapotřebí znát tržní hodnotu akcií, tzn. podnik musí být obchodovatelný na kapitálovém trhu,
- pokud podnik nevyplácí žádné dividendy, nelze model aplikovat.

### 5.2.1.3.5. Odhad na základě průměrné rentability vlastního kapitálu

K odhadu nákladů na vlastní kapitál lze použít i údaje o průměrné rentabilitě vlastního kapitálu v odvětví. Základní výhodou je větší dostupnost právě údajů o rentabilitě. Nevýhodou tohoto způsobu ovšem je [17]:

- regulace účetní rentability pomocí tvorby a rozpouštění tichých rezerv<sup>48</sup>,
- vhodnější by byly údaje o tržní rentabilitě, a nikoliv účetní (zvláště, lze-li předpokládat větší rozdíly mezi účetní a tržní hodnotou kapitálu).

---

<sup>48</sup> Tzv. tiché rezervy jsou takové rezervy, které nejsou jako rezervy přímo účetně zobrazeny. Vznikají zejm. nižším oceněním aktiv, vyšším oceněním dluhů než je jejich skutečná cena a zrychleným odepisováním.

### 5.2.1.3.6. Odvození nákladů vlastního kapitálu z nákladů cizího kapitálu

Jedná se o jednoduchý způsob, který vychází ze skutečnosti, že náklady vlastního kapitálu jsou větší než náklady na cizí kapitál (tzn. vlastní kapitál je „dražší“), protože vlastník podniku (podnikatel, investor) podstupuje větší riziko než věřitel, a z tohoto důvodu požaduje (očekává) i vyšší výnos. Náklady vlastního kapitálu lze tedy odhadnout i tak, že ke zjištěným nákladům na cizí kapitál (před zohledněním daňového štítu) se připočte několik procentních bodů. Tento způsob odhadu nákladů vlastního kapitálu má ovšem pouze omezený význam, jedná se tedy spíše o metodu pomocnou (obdobně jako využití dividendového modelu a údajů o průměrné rentabilitě vlastního kapitálu).

## 5.3. Rentabilita vlastního kapitálu

Výnosnost vlastního kapitálu (ROE – Return on Equity) představuje klíčový ukazatel pro vlastníky a investory tím, že umožňuje zjistit, zda vložený kapitál generuje dostatečný zisk s ohledem na rizikovost investice (ukazatel vyjadřuje procentní míru výnosnosti, kterou obdrží vlastníci ze svých investic). Rentabilita vlastního kapitálu by měla minimálně přesahovat ty úroky, které by majitel prostředků obdržel, kdyby tyto prostředky investoval jiným způsobem při srovnatelném investičním riziku, tzn. ROE by měla převyšovat alternativní výnos stejně rizikové investice. Konstrukce toho ukazatele je založena na vztahu:

$$ROE = \frac{EAT}{VK} \cdot 100[\%],$$

kde EAT (Earnings After Taxes) je zisk po zdanění, který je ve výkazu zisků a ztrát uváděn jako výsledek hospodaření za účetní období a v rozvaze jako výsledek hospodaření běžného účetního období. Jedná se o zisk po zdanění, který může být rozdělen mezi vlastníky podniku nebo podnik samotný (v tomto případě se hovoří o tzv. reinvestovaném či zadrženém zisku).

Vlastníci i vedení podniku mají pochopitelně zájem na zvyšování rentability vlastního kapitálu, nicméně je třeba si uvědomit určité problémy, které je třeba při hodnocení dosahované ROE mít na zřeteli [9]:

- problém časovosti (timing problem): tento problém vyplývá z faktu, že podnikové vedení by mělo sledovat dlouhodobou perspektivu a prosperitu podniku. Z tohoto pohledu není možné posuzovat hodnotu ROE pouze z krátkodobého pohledu, že vyšší je vždy lepší a naopak. Vedení podniku se např. mohlo správně rozhodnout pro zavedení nového investičně nákladného výrobního systému, jehož důsledkem je počáteční pokles ROE, ačkoliv do budoucna je pravděpodobné, že toto rozhodnutí povede k růstu ROE. Problém časovosti tedy znamená, že ukazatel je zaměřený krátkodobě (pracuje pouze s jednoročními zisky), proto tento ukazatel není schopen zachytit efekty dlouhodobějších rozhodnutí,
- problém rizikovosti (risk problem): tento problém spočívá ve faktu, že ukazatel nevypovídá o rizicích souvisejících s investicí, tzn. zcela tato rizika ignoruje,
- problém oceňovací (value problem): ve vzorci pro výpočet rentability vlastního kapitálu je používána účetní hodnota vlastního kapitálu, nikoliv tržní.

### 5.3.1. Rozklad rentability vlastního kapitálu

K zjištění faktorů, které působí na výši ukazatele ROE slouží tzv. rozklad Du Pont.<sup>49</sup>

Ukazatel ROE lze rozložit na tři dílčí ukazatele, které představují jakési „páky“ k ovlivňování ROE. V prvním kroku dochází k rozkladu cílového ukazatele ROE na dva dílčí, a to na rentabilitu celkového kapitálu (aktiv) a ukazatel tzv. finanční páky. Následuje dekompozice ukazatele ROA, který se skládá z dalších dvou ukazatelů, a to rentability tržeb (ziskové marže) a obratu aktiv.

$$ROE = ROA \cdot \frac{A}{VK} = \frac{EAT}{T} \cdot \frac{T}{A} \cdot \frac{A}{VK}$$

K dosažení žádoucí hodnoty ROE vedou tedy různé cesty. Manažeři usilují především o maximalizaci prvních dvou komponent, tedy ziskové marže a obratu aktiv, zatímco v

---

<sup>49</sup> Rozklad byl pojmenován podle společnosti Du Pont, jejíž vedení začalo jako první používat tento přístup pro analýzu podnikové výkonnosti.

případě třetí páky namísto její maximalizace hledají určitou rozumnou úroveň. Vliv těchto tří pák na vrcholový ukazatel bude různý podle odvětví, ve kterém podnik působí. V potravinářském průmyslu je např. typický vysoký obrat s nízkou marží, v těžkém průmyslu naopak pomalejší obrat s vysokou marží, podniky s nízkým obratem více využívají dluhového financování apod.

### 5.3.2. Rentabilita celkových aktiv

Tento ukazatel bývá také označován jako rentabilita celkového (vloženého) kapitálu. Rentabilita aktiv (ROA - Return on assets) poměří podnikem vygenerovaný zisk s jeho celkovými zdroji podnikání, bez ohledu na původ těchto zdrojů. Je možné se setkat s různými modifikacemi tohoto ukazatele v souvislosti s použitou formou zisku v čitateli. Lze se setkat nejčastěji s následujícími konstrukcemi:

$$ROA = \frac{EAT}{A} \cdot 100[\%] \quad ROA = \frac{EBIT}{A} \cdot 100[\%],$$

přičemž pro poslední uvedenou modifikaci (v čitateli se ziskem včetně daní a úroků - EBIT) se používá často označení produkční síla aktiv (Basic earning power). Produkční síla aktiv je nezávislá na míře zadlužení podniku (strukturu zdrojů), úrokových sazbách za cizí kapitál a daňových sazbách. Je závislá pouze na efektivní alokaci kapitálu do výnosného majetku a na jeho hospodárném využívání [8]. Produkční síla aktiv je tedy velmi vhodná míra výnosnosti pro srovnání jednak podniků s nestejnou strukturou financování, jednak podniků, které jsou kvůli své právní formě či rozdílným vnitrostátním daňovým legislativám nestejně zdaněny.

### 5.3.3. Rentabilita tržeb (ROS - Return on Sales)

Tento ukazatel vyjadřuje konečný efekt připadající na jednu korunu tržeb (míru dosahování zisku na jednu korunu tržeb). Při konstrukci tohoto ukazatele se lze opět setkat s různými modifikacemi, přičemž v čitateli nejčastěji vystupuje buď čistý zisk (EAT) nebo zisk před zdaněním a úroky (EBIT). Ve jmenovateli je někdy vhodné vzhledem k povaze činnosti analyzovaného podniku použít výnosy (tzn. nejen tržby).

$$ROS = \frac{EAT}{T} \cdot 100[\%], \quad ROS = \frac{EBIT}{T} \cdot 100[\%]$$

Rentabilita tržeb (nazývaná také jako ziskové rozpětí či marže) pracující s čistým ziskem tvoří jednu z komponent při rozkladu rentability vlastního kapitálu (a tedy i celkového kapitálu). Míra dosahování zisku na korunu tržeb se většinou liší v závislosti na odvětví, ve kterém podnik působí, ovšem i v rámci stejného odvětví nejsou rozdílné marže výjimkou. Podnik může být schopen např. vyrábět výrobek díky moderním technologiím s nižšími náklady nebo může výrobek díky jedinečnému sortimentu prodávat za vyšší ceny, než je v daném odvětví běžné. Většinou lze také pozorovat opačné vztahové tendence mezi ziskovým rozpětím a obratovostí aktiv.

#### 5.3.4. Obrat (celkových) aktiv

Ukazatel obratu vyjadřuje nejkompexněji efektivnost využívání veškerých aktiv podniku a jeho konstrukce je následující:

$$ObratAktiv = \frac{T}{A}$$

Obrat celkových aktiv udává, kolikrát se celková aktiva obrátí v tržbách za účetní období.

Rychlost obratu aktiv vyjadřuje souvislost mezi rentabilitou tržeb a rentabilitou celkového kapitálu, protože platí vztah:

$$ROA = ROS \cdot \frac{T}{A}$$

Toto nejkompexnější vyjádření aktivity lze dále rozdělit na dílčí ukazatele, zejm. obrat dlouhodobého majetku a obrat oběžných aktiv.

#### 5.3.5. Podíl vlastního kapitálu na celkovém kapitálu

K měření zadluženosti bývá často užíván ukazatel poměru vlastního kapitálu k celkovým aktivům, který má stejnou vypovídací schopnost jako ukazatel celkové zadluženosti, a jejich součet se rovná 1, resp. 100 %. Při rozkladu vrcholového ukazatele rentability vlastního kapitálu se pracuje s reciprokým ukazatelem k tomuto ukazateli, který bývá označován jako tzv. ukazatel finanční páky:

Ukazatel finanční páky = celková aktiva / vlastní kapitál.

### 5.3.6. Ziskový účinek finanční páky

Finanční páka charakterizuje třetí páku, kterou management může působit na ROE. Finanční páka se obvykle vyjadřuje poměrem celkového kapitálu k vlastnímu kapitálu, přičemž s růstem podílu cizích zdrojů na celkových se zvyšuje i ukazatel finanční páky. Pokud dojde k zapojení dalších cizích zdrojů, může dojít za určitých předpokladů k zvýšení ROE. Pro tento případ se používá termín (pozitivní) pákový efekt (leverage effect), protože zvyšující se zadluženost „páčí nahoru“ ROE. Pokud nejsou splněny ovšem určité předpoklady, může zvýšená zadluženost působit i negativně. Tyto předpoklady lze odvodit na základě rozkladu ukazatele ROE [8]:

$$ROE = \frac{EAT}{VK} = \frac{EAT}{T} \cdot \frac{T}{A} \cdot \frac{A}{VK} = \frac{EBIT}{T} \cdot \frac{EBT}{EBIT} \cdot \frac{EAT}{EBT} \cdot \frac{T}{A} \cdot \frac{A}{VK}$$

kde EBIT/T je provozní ziskové rozpětí, EBT/EBIT úroková redukce zisku, EAT/EBT daňová redukce zisku. Vliv zadluženosti na ROE je zachycen v rozkladu dvěma faktory, a to úrokovou redukcí zisku a finanční pákou. Tyto dva faktory působí protichůdně. Dojde-li ke zvýšení zadluženosti, dojde ke zvýšení ukazatele finanční páky, což se projeví pozitivním vlivem na růst ROE. Ovšem zvýšení zadluženosti dochází ke zvýšení úroků, které snižují tu část zisku, kterou si rozdělují vlastníci podniku. To se projeví snížením ukazatele úrokové redukce zisku, který negativně působí na ROE. Současný vliv obou faktorů je možné zachytit jejich součinem, který je nazýván ziskový účinek finanční páky. V situaci, kdy dosáhne multiplikátor větší hodnoty než jedna, působí zvyšující se zadluženost pozitivně na ROE.

$$\frac{EBT}{EBIT} \cdot \frac{A}{VK} > 1$$

K zachycení vlivu úroků lze použít následující rozklad:

$$\begin{aligned} ROE &= \frac{ROA \cdot (VK + CZ) - r \cdot CZ}{VK} \cdot (1-t) = \left[ \frac{ROA \cdot VK}{VK} + \frac{ROA \cdot CZ - r \cdot CZ}{VK} \right] \cdot (1-t) = \\ &= \left[ ROA + \frac{(ROA - r) \cdot CZ}{VK} \right] \cdot (1-t) = \left[ ROA + (ROA - r) \cdot \frac{CZ}{VK} \right] \cdot (1-t) \end{aligned}$$

Na základě provedeného rozkladu lze opět shledat, že ROE závisí na ROA, zadluženosti (vyjádřené poměrem cizího kapitálu k vlastnímu) a zdanění. Nově dochází k zachycení úrokové sazby z cizího kapitálu. Rozdíl  $(ROA - r)$  se nazývá úroková marže a je

definována jako míra, kterou přispívá použití cizího kapitálu ke zhodnocení kapitálu vlastního [8]. Na základě ROA lze tedy vymezit úrokovou sazbu, při které je dosaženo pozitivního efektu finanční páky:

- pokud  $ROA > r$  (zisk z použití cizího kapitálu převyšuje úroky z tohoto kapitálu), se zvyšující zadlužeností roste i ROE,
- pokud  $ROA = r$ , nezávisle na kapitálové struktuře se  $ROE = ROA$ ,
- pokud  $ROA < r$ , zvýšená zadluženost negativně ovlivní ROE.

## 5.4. Majetková struktura podniku

Při určování ideální kapitálové struktury je vhodné též zohlednit strukturu majetkovou, tzn. portfolio aktiv. V zásadě by mělo být dodržováno pravidlo, že použitý kapitál pro financování podniku by měl také odpovídat stupni likvidity jednotlivých druhů majetku [10]. Likviditou podniku lze rozumět schopnost podniku přeměnit svůj majetek na hotovost nebo její ekvivalent, kterými může hradit včas a řádně všechny své splatné závazky. Majetek (aktivum), který lze rychle přeměnit na tyto prostředky, je označován jako likvidní, a tato jeho vlastnost rychlé přeměny jako likvidnost.

Vysoce likvidní majetek je tudíž možné financovat krátkodobým kapitálem, protože takový majetek lze snadno převést na peněžní prostředky a jimi řádně a včas uhradit krátkodobé závazky. Dlouhodobý majetek je naopak vhodné financovat kapitálem dlouhodobým (vlastním i cizím). Lze se setkat s názorem, že vlastní kapitál by měl krýt jen ten dlouhodobý majetek, který je typický pro podnik, přičemž ostatní dlouhodobá aktiva mohou být kryta cizím kapitálem, protože jsou lépe prodejná než speciální stroje a zařízení [10]. Obecně platí, že dlouhodobý kapitál je dražší než krátkodobý, a proto vyšší podíl dlouhodobého kapitálu snižuje celkovou podnikovou efektivnost. Na druhé straně nízký podíl dlouhodobého kapitálu zvyšuje finanční riziko<sup>50</sup>, protože mohou vzniknout platební problémy podniku.

---

<sup>50</sup> Pojem označuje zvýšenou pravděpodobnost bankrotu při použití cizích zdrojů ve struktuře financování. Každé zvýšení podílu dluhů na celkové struktuře financování vede ke zvýšení finančního rizika.



## 5.4.1. Pracovní kapitál

Pracovní kapitál<sup>51</sup> přispívá k analýze likvidity podniku. V nejširším pojetí lze rozumět (hrubým) pracovním kapitálem celková oběžná aktiva, tzn. nejedná se doposud o rozdílový ukazatel. Mnohem častěji užívaný ukazatel představuje čistý pracovní kapitál (NWC – net working capital), který vzniká rozdílem dvou absolutních stavových ukazatelů, a to odečtením krátkodobých cizích dluhů od celkových oběžných aktiv. Jedná se tedy o část oběžných aktiv, která je financována dlouhodobými zdroji, tzn. vlastním i cizím dlouhodobým kapitálem. Tato část oběžného majetku není „ohrožena“ povinnostmi brzkého splacení, a proto bývá v literatuře označována i jako ochranný polštář podniku. Ukazatel čistého pracovního kapitálu očišťuje hrubý pracovní kapitál o tu část oběžného majetku, která musí být použita k úhradě splatných krátkodobých závazků, a proto její disponibilita je značně omezená. Při kalkulaci čistého pracovního kapitálu je vhodné zahrnout i určité položky ostáních aktiv a pasiv. Na straně aktiv se jedná o příjmy příštích období, které mají charakter pohledávek (např. vyexpedovaná dodávka zboží nebyla dosud vyfakturována). Na straně pasiv mohou být významné výdaje příštích období, které mají povahu závazků (dosud nevidovaných jako závazky z obchodního styku). Pro správnou kvantifikaci čistého pracovního kapitálu lze tedy použít následující vztah:<sup>52</sup>

$$\text{čistý pracovní kapitál} = (\text{oběžná aktiva} + \text{příjmy příštích období}) - (\text{krátkodobé cizí dluhy} + \text{výdaje příštích období})$$

Kladný čistý pracovní kapitál naznačuje, že daný podnik je likvidní a může pokračovat bez větších problémů ve své činnosti, i kdyby nastala nějaká nepříznivá událost vyžadující vyšší výdej peněžních prostředků.

Pracovní kapitál je ovlivňován mnoha faktory, především průběhem výroby, nákupů a prodeje, stabilitou trhu, konkurencí, celními předpisy apod. Zásoby zboží a hotových výrobků umožňují dodávky ve velmi krátkých termínech, pohledávky usnadňují

---

<sup>51</sup> Pojem pracovní kapitál vznikl doslovným překladem anglického termínu working capital a jeho hojně používaným synonymem je provozní kapitál.

<sup>52</sup> Nicméně pro přesné výpočty pracovního kapitálu nelze s jednotlivými položkami rozvahy kalkulovat automaticky, nýbrž je důležité stanovit, zda tyto jednotlivé položky rozvahy věcně s pracovním kapitálem souvisí; k takovému posouzení ale externí analytik nemá dostatek informací.

platební styk a hotovost zase vyrovnává výkyvy v tržbách nebo časový nesoulad příjmů a výdajů. Není ovšem možné automaticky pozitivně hodnotit vysokou hodnotu tohoto tzv. finančního polštáře, protože část pracovního kapitálu nemusí být efektivně využita. Takový přístup je možný zejména u věřitelů, pro které je likvidita a solventnost podniku prioritou, a proto s rostoucím čistým pracovním kapitálem podniku poroste i spokojenost věřitelů, resp. obavy o uhrazení splatných závazků budou klesat. Na druhé straně pro podnik samotný platí vztah odlišný, protože vysoký pracovní kapitál je pro podnik neefektivní (např. peníze na účtu nepřinášejí žádný nebo jen velmi malý úrok, držení vysoké úrovně zásob vznikají podniku nemalé náklady). Obecně je tedy možno konstatovat, že existence kladného čistého pracovního kapitálu je pozitivní, přičemž je třeba hledat jeho optimální výši. Stanovení optimální úrovně pracovního kapitálu je velmi náročné a vyžaduje velké množství relevantních informací. Za optimální úroveň pracovního kapitálu je možno považovat takovou úroveň, která umožní normální chod podniku s co nejnižšími náklady.

V odborné literatuře se nejčastěji popisují dva postupy stanovení potřeby pracovního kapitálu. Jedná se o tzv. analytický postup, kdy ke stanovení potřeby dochází podle analýzy dílčích položek rozvahy (jednotlivých druhů zásob, pohledávek atd.) a současně dochází k hojnému uplatnění optimalizačních metod (optimalizace výrobních zásob, výrobní dávky atd.). Analytický postup vyžaduje ovšem velké množství údajů především interní povahy, ke kterým externí analytik přístup nemá. Proto se jako druhý způsob stanovení potřeby pracovního kapitálu používá tzv. globální postup [24], který vychází z obrátového cyklu peněz a jednodenních nákladů:

$$\text{Kapitálová potřeba} = \text{obratový cyklus peněz} \cdot \text{jednodenní náklady.}$$

Obrátový cyklus peněz lze vyjádřit pomocí základních poměrových ukazatelů:<sup>53</sup>

---

<sup>53</sup> Ukazatel doby obrátu zásob vyjadřuje, za kolik dnů se průměrně obrátí zásoby, neboli jak dlouho jsou oběžná aktiva vázána ve formě zásob. S ukazatelem doby obrátu pohledávek se lze často setkat pod označením doba splatnosti pohledávek nebo také průměrná doba inkasa či počet dní do zaplacení faktury za prodané zboží. Doba inkasa pohledávek vyjadřuje počet dní, během nichž inkaso peněz za tržby zadrženo v pohledávkách, resp. za jak dlouhé období jsou pohledávky v průměru spláceny. Oproti době obrátu pohledávek, která charakterizuje platební disciplínu odběratelů, doba obrátu krátkodobých závazků (doba odkladu plateb) vyjadřuje vlastní platební disciplínu podniku tím, že ukazatel měří počet dní, během nichž nejsou závazky za dodavatelem uhrazeny, a podnik tak využívá bezplatného obchodního úvěru (podnik zadržuje po určitou dobu peněžní prostředky a může je využívat pro vlastní potřeby).

$$\text{Obratový cyklus peněz} = \text{doba obratu zásob} + \text{doba obratu pohledávek} - \text{doba odkladu plateb}$$

Jednodenní náklady pro daný účel lze stanovit nejjednodušeji jako sumu jednodenních provozních nákladů, od kterých odečteme jednodenní náklady nevýdajové povahy (především odpisy).

## 5.4.2. Bilanční pravidla

Jak již bylo výše naznačeno, hraje majetková struktura při volbě vhodné struktury financování nemalou roli. Teorie opírající se o empirická zjištění odvodila určitá zobecnění, resp. doporučení týkající se struktury kapitálu. Tato doporučení jsou nejčastěji označována jako tzv. bilanční pravidla.

### 5.4.2.1. Zlaté bilanční pravidlo

Zlaté bilanční pravidlo, které bývá též někdy označováno jako zásada opatrného financování, vychází z potřeby sladit časový horizont používání aktiv v podniku s časovým horizontem zdrojů, kterými je financován. To znamená, že dlouhodobý majetek by měl být financován ze zdrojů dlouhodobých (vlastním kapitálám nebo dlouhodobými dluhy), zatímco krátkodobý majetek (oběžná aktiva) je možné financovat i krátkodobými zdroji.<sup>54</sup> Při uplatňování tohoto přístupu jsou uváděny do souladu doby splatnosti neboli „životnost“ aktiv a pasiv [26].

### 5.4.2.2. Zlaté bilanční pari pravidlo

Zlaté bilanční pari pravidlo ve srovnání s pravidlem předešlým doporučuje ještě větší „přísnost“ ve financování majetku, a sice vyžaduje krytí dlouhodobého majetku výhradně vlastním kapitálem podniku. S ohledem na moderní pojetí financování se jeví toto pravidlo jako poměrně konzervativní a opatrné, a proto není v praxi ani příliš respektováno [10].

Pokud vlastní kapitál kryje nejen dlouhodobý majetek ale i krátkodobý, lze hovořit o překapitalizování podniku, což má za následek vyšší finanční stabilitu na úkor nižší

---

<sup>54</sup> Následně je vhodné ovšem rozlišit krátkodobý majetek na tzv. majetek trvalý a majetek dočasný. Trvalý majetek je takový objem krátkodobého majetku, který podnik musí držet, aby mohl vyrábět. V rámci zlatého pravidla financování je doporučováno přistupovat k financování tohoto trvalého majetku obdobně jako v případě majetku dlouhodobého, tzn. financovat ho ze zdrojů dlouhodobých.

efektivnosti podniku. Pokud krátkodobý cizí kapitál kryje i dlouhodobý majetek, lze hovořit o podkapitalizování podniku s větším nebezpečím vzniku platební neschopnosti.

#### 5.4.2.3. Zlaté bilanční poměrové pravidlo

Zlaté bilanční poměrové pravidlo se zabývá vztahem vývoje investic a tržeb podniku. Konkrétně toto pravidlo doporučuje, aby tempo růstu investic nepředbíhalo tempo růstu tržeb. Příliš vysoké tempo investic by mohlo totiž podnik do budoucna zatížit zejména poklesem rentability, problémy s likviditou, ztrátou konkurenceschopnosti, nevyužitím kapacit apod. [10] Samozřejmě, že i toto pravidlo nelze brát zcela dogmaticky, protože, např. očekává-li se v budoucnu silné oživení trhu, by bylo nelogické vyžadovat, aby tempo růstu investic nepředběhlo tempo růstu tržeb.

#### 5.4.2.4. Zlaté pravidlo vyrovnání rizika

Uvedené pravidlo doporučuje takový stupeň zadluženosti, při kterém vklad vlastníků do podniku (vlastní kapitál) je minimálně stejně velký jako vklad věřitelů (cizí kapitál), přičemž konkrétní zadluženost závisí na oboru, v němž podnik působí. Vysoká zadluženost zvyšuje riziko snášené věřiteli, a proto klesá možnost získání dalších cizích zdrojů.

### 5.5. Další faktory ovlivňující míru zadluženosti

Finanční praxe zdůrazňuje, že vedle nákladů na pořízení podnikového kapitálu, struktury podnikových aktiv a efektu finanční páky je třeba vzít v úvahu i další veličiny, které výrazně působí na míru zadlužení [16].

#### 5.5.1. Velikost a stabilita podnikového zisku

Čím vyšší perspektiva zisku a jeho stability, tím vyšší zadluženost si může podnik dovolit. Naopak při očekávání nízkého zisku či jeho volatility je třeba mít se před vyšší zadlužeností na pozoru. Nebude-li podnik v následujících letech generovat dostatečné a stabilní výkony, mohou podniku vzniknout vážné problémy s pokrytím jeho dluhové služby a také účinek finanční páky bude nejistý.

### 5.5.2. Potřeba finanční volnosti

S rostoucí zadlužeností podniku se zvyšuje riziko věřitelů, a proto roste i obtížnost získat následný cizí kapitál, 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. Z požadavku finanční volnosti (nezávislosti) vyplývá následující doporučená hierarchie při volbě kapitálu [10]:

- vnitřní<sup>55</sup> zdroje vlastní (tzv. samofinancování zadrženým ziskem),
- vnitřní zdroje cizí (zejm. dluh, který má podnik u svých dodavatelů a závazky vůči zaměstnancům z titulu pozadu vyplácených mezd),
- vnější zdroje cizí (zejm. nové bankovní úvěry).
- vnější zdroje vlastní (např. emise akcií).

### 5.5.3. Finanční systém

Struktura kapitálu je do určité míry determinována i celkovým typem finančního systému v zemi a z toho vyplývající úrovně rozvoje finančních trhů. Lze rozlišit jednak tzv. M-systém, kdy trh hraje hlavní roli v získávání kapitálu a jeho alokaci. Mezi typické představitele tzv. M-systému patří USA a Velká Británie. Dalším typem je tzv. B-systém, který je založen převážně na bankovních institucích, popř. UB-systém založený na univerzálních bankách, kdy podniky získávají další kapitál od bank. Typickými představiteli těchto systémů je většina evropských zemí (Německo, Rakousko). Systém České republiky se velmi blíží B-systému, přičemž získávání zdrojů na kapitálovém trhu hraje u nás zanedbatelnou roli [26]. Z pohledu finančního systému je nezbytné sledovat také úrokové míry bank, které jsou závislé na vládní politice a politice centrální banky.

---

<sup>55</sup> O vnitřním financování (vnitřních zdrojích) se hovoří v případech, kdy zdrojem kapitálu je podniková hospodářská činnost, jejímž výsledkem je zisk, resp. odpisy a dlouhodobé rezervní fondy, prostředky uvolněné rychlejším obrátem kapitálu apod. V případě vnějšího financování přichází kapitál z vnějšku, mimo podnik. Hlavními zdroji jsou vklady a podíly zakladatelů, vlastníků a spoluvlastníků, tj. financování z vlastních zdrojů, dále financování z cizích zdrojů, jako jsou obligace a úvěry všech druhů [22].

#### 5.5.4. Stabilita rozdělování hospodářského výsledku

Z empirických výzkumů vyplývá, že při volbě kapitálové struktury hraje nezanedbatelnou roli také rozdělování zisku. V případě akciových společností je důležitým ovlivňujícím faktorem zvolená dividendová politika [10]. Existuje nemalé množství dividendových politik (modelů), přičemž za nejjednodušší model lze považovat model, který je založen na udržování stálé výše výplatního poměru.

##### 5.5.4.1. Zisk na akcii (EPS - Earnings Per Share)

Ukazatel vyjadřuje, jaká částka peněz čistého zisku (EAT) připadá na jednu akcii, přičemž tato částka může být případně vyplacena investorům, nebo zadržena v podniku pro budoucí rozvoj podniku. Na základě tohoto ukazatele nelze ovšem získat informaci o skutečně vyplacených dividendách:

$$\text{EPS} = \text{EAT} / \text{počet emitovaných akcií}$$

Pokud podnik emitoval i tzv. preferenční akcie odborná literatura doporučuje zpřesnění tohoto ukazatele následujícím způsobem:

$$\text{EPS} = (\text{EAT} - \text{dividendy na preferenční akcie}) / \text{počet emitovaných kmenových akcií}$$

Lze se setkat s modifikací tohoto ukazatele, kdy zisk je zaměněn peněžním tokem, ukazatel se pak nazývá cash flow na akcii (Cash Flow Per Share).

##### 5.5.4.2. Dividenda na akcii (DPS - Dividend Per Share)

Předchozí ukazatel je třeba doplnit prostřednictvím ukazatele dividendy na akcii o informaci o té části zisku, která byla skutečně vyplacena vlastníkům:

$$\text{DPS} = \text{dividendy z kmenových akcií} / \text{počet emitovaných kmenových akcií}$$

##### 5.5.4.3. Dividendový výplatní poměr (Dividend Payout Ratio)

Výplatní poměr vypovídá o dividendové politice podniku. Podnikový management obvykle usiluje o rostoucí nebo stabilní dividendy, přičemž toto rozhodnutí je vždy kompromisem mezi zadržením zisku pro potřeby podniku a očekáváním akcionářů

obdržet dividendu v určité výši. Dividenda na akcii může sice být v některém roce vyšší než zisk na akcii (výplatní poměr by byl větší než 1), ale jelikož část zisku je obvykle reinvestována (v rozvaze se to projeví v položce nerozdělený zisk) budou v delším období dividendy na akcii menší než zisk na akcii.

$$\text{Dividendový výplatní poměr} = \text{DPS} / \text{EPS}$$

#### 5.5.4.4. Aktivační poměr (Plowback ratio)

Aktivační poměr udává tu část zisku, která není vyplacena v dividendách a zůstává jako nerozdělený zisk pro potřeby podniku.

$$\text{Aktivační poměr} = 1 - \text{dividendový výplatní poměr}$$

#### 5.5.5. Subjektivní postoj

V rámci formování poměru mezi vlastním a cizím kapitálem nelze opomnět subjektivní postoj podnikatele nebo manažerů. 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 dlužníkovi citelné majetkové následky v závislosti na typologii podniků (např. společníci veřejné obchodní společnosti ručí za její závazky veškerým svým majetkem). Z tohoto důvodu hraje postoj podnikatele k riziku při zvažování financování cizím kapitálem nemalou roli. Lidé se v ochotě podstupovat riziko výrazně odlišují. Lidé mohou riziko vyhledávat, nebo k němu mít naopak averzi, případně jim může být riziko lhostejné [21].

## 6. Financování podnikatelů

Každý podnikatel potřebuje ke své podnikatelské činnosti finanční prostředky, které si za tímto účelem musí opatřovat z různých zdrojů. Podle původu kapitálu finanční teorie rozlišuje<sup>56</sup> financování vnitřní a vnější. O vnitřním financování se hovoří, pochází-li finanční prostředky z vlastní hospodářské činnosti, přičemž se jedná zejm. o vygenerovaný zisk a odpisy<sup>57</sup>. Při užití tohoto způsobu financování nevznikají podnikateli žádné závazky a s nimi související náklady, které by musel v budoucnu uhradit. Vnitřní financování nemusí být ovšem vždy dostačující, a proto jsou podnikatelé nuceni zvolit financování z vnějších zdrojů. Při vnějším financování pochází finanční prostředky zvnějšku a prostředky mohou být získávány prostřednictvím vlastního kapitálu, cizího kapitálu či kombinace obou způsobů (tichý společník)<sup>58</sup>. V rámci financování cizím kapitálem se jedná zejm. o formu bankovního úvěru, emitování dluhopisů a využití leasingu. Při využití této formy financování vznikají ale podnikateli náklady za poskytnuté dluhové financování a současně se snižuje finanční stabilita.

Financování z externích zdrojů prostřednictvím vlastního kapitálu zahrnuje zejm. vklady společníků do obchodních společností, v případě akciových společností emise akcií a také vstup tzv. rizikového kapitálu<sup>59</sup>.

V následující části bude pozornost věnována třem hlavním formám financování, a sice úvěrovému financování, emitování dluhopisů a akcií.

---

<sup>56</sup> Dále je možné podle pravidelnosti financování rozlišovat financování běžné, které se týká běžného provozu podniku (hovoří se též o financování provozního kapitálu či oběžných aktiv), a financování mimořádné, které souvisí zejm. se zakládáním obchodních společností (resp. začátkem podnikání), růstem a rozvojem.

<sup>57</sup> Z hlediska financování je na odpisy nahlíženo jako na náklady, které nejsou výdaji, a při stanovování peněžního toku (cash flow) tzv. nepřímou metodou jsou odpisy přičítány k hospodářskému výsledku.

<sup>58</sup> Smlouva o tichém společenství je upravena v § 673 až 681 obch. zák.

<sup>59</sup> Problematice rizikového kapitálu nebude v této práci věnována pozornost. Na tomto místě pouze uvedu dvě uznávané definice rizikového kapitálu. NVCA (National Venture Capital Association) definuje rizikový kapitál následovně: "Venture capital is money provided by professionals who invest alongside management in young, rapidly growing companies that have the potential to develop into significant economic contributors. Venture capital is an important source of equity for start-up companies." EVCA (European Venture Capital Association) vymezuje rizikový kapitál následovně: "Venture capital represents professional money co-invested with the entrepreneur to fund an early stage (seed, start-up) or expansion venture. Offsetting the high risk the investor takes is the promise of high return on the investment."



## 6.1. Úvěrové financování

Nejvyužívanější a nejpřístupnější možností získání cizího kapitálu je v České republice bezesporu využití úvěru.

### 6.1.1. Obecně k pojmu úvěr

Pojem „úvěr“ je používán v mnoha významech a slovních spojeních, a proto je obecné vymezení tohoto pojmu nelehkým úkolem. Tak např. devizový zákon definuje finanční úvěr jako poskytnutí peněžních prostředků v české nebo v cizí měně, se kterým je spojena povinnost k jejich vrácení v peněžní formě; za finanční úvěr se považuje i peněžní půjčka, hypotéční úvěr, spotřebitelský úvěr, finanční leasing (§ 1 zákona č. 219/1995 Sb., devizového zákona). Zákon o bankách považuje za úvěr v jakékoliv formě dočasně poskytnuté peněžní prostředky (§ 1 odst. 2) zákona č. 21/1992 Sb., o bankách). Uvedené příklady definic ovšem zohledňují úvěry poskytnuté zásadně pouze peněžní formou (peněžní úvěry) a abstrahují od úvěrů poskytovaných ve formě zbožové. Z tohoto důvodu považuji za nejobecnější následující vymezení úvěru - úvěr jako forma dočasného postoupení zboží nebo peněžních prostředků věřitelem, na principu návratnosti, dlužníkovi, který je ochoten za tuto půjčku po uplynutí nebo v průběhu doby splatnosti zaplatit určitý úrok ve formě peněžité premie<sup>60</sup>.

Úvěry lze členit na základě mnoha hledisek, nicméně výše uvedenému širokému vymezení úvěru odpovídá nejlépe rozčlenění úvěru podle formy jeho poskytnutí a splácení. Z tohoto hlediska lze rozlišovat úvěry zbožové (poskytnuté a splácené ve zboží), obchodní úvěry (poskytnuté ve zboží a splácené v penězích), revolvingové úvěry (postupné splácení úvěru ovlivňuje možnost opětovného čerpání), peněžní úvěry (skutečné poskytnutí peněz a splácení v penězích), závazkové úvěry a závazky (ručení banky za svého klienta a případné zaplacení jeho závazku), pronájem placený dopředu nebo předplatné (úvěr je poskytnut v penězích a splácen ve zboží nebo službách) a alternativní formy financování, kdy jsou finanční prostředky získávány za určitých specifických podmínek, a jejichž význam v rámci podnikového financování v posledních letech výrazně narůstá (leasing, faktoring, forfaiting).

---

<sup>60</sup> Zdroj <http://cs.wikipedia.org/wiki/%C3%9Av%C4%9Br>.

V rámci peněžních úvěrů jsou zpravidla rozlišovány úvěry investiční (užívané k financování investic a poskytované účelově zejm. na základě investičního záměru a další projektové dokumentace), úvěry provozní (sloužící k financování provozních potřeb, zejm. k financování pohledávek, zásob a nákladů spojených s podnikatelskou činností), kontokorentní úvěry (krátkodobé úvěry, poskytované za stanovených podmínek k běžnému bankovnímu účtu, umožňující čerpat z účtu i v případě nedostatečného zůstatku, resp. v případě záporného zůstatku dochází k automatickému čerpání kontokorentního úvěru), spotřebitelské úvěry (sloužící ke krytí nejrůznějších nepodnikatelských potřeb), eskontní úvěry (vznikající odkupem cenných papírů před lhůtou jejich splatnosti, nejčastěji směnek) a hypoteční úvěry (zajištěné zástavním právem k nemovitosti).

Z hlediska kapitálové struktury, resp. financování podnikatelů, připadá největší význam úvěrům peněžním, popř. i obchodním, jejichž právním aspektům je věnována následující část.

### 6.1.2. Smlouva o úvěru

Peněžní úvěr je poskytován na základě zpravidla písemné smlouvy o úvěru, ve které jsou sjednány konkrétní podmínky úvěru.

Právní úprava smlouvy o úvěru je obsažena v § 497 až § 507 obchodního zákoníku. Jedná se převážně o úpravu dispozitivní, přičemž výjimku představuje § 497 (viz § 263 odst. 2 obch. zák.) a § 499 (viz § 263 odst. 1 obch. zák.). Dle základního ustanovení obsahujícího zákonnou definici smlouvy o úvěru (§ 497) se smlouvou o úvěru zavazuje věřitel, že na požádání dlužníka poskytne v jeho prospěch peněžní prostředky do určité částky, a dlužník se zavazuje poskytnuté peněžní prostředky vrátit a zaplatit úroky. Právní úprava smlouvy o úvěru nevyžaduje písemnou formu, proto smlouva o úvěru může mít i formu ústní. Mezi podstatné náležitosti smlouvy tedy patří určení věřitele a dlužníka, určení částky úvěru a závazek dlužníka k vrácení částky úvěru a zaplacení úroku. Předmětem jsou peněžní prostředky ve stanovené měně. Smlouva je uzavřena již dohodou o poskytnutí peněžních prostředků a nikoli teprve faktickým poskytnutím těchto prostředků.

Smlouva o úvěru patří mezi tzv. absolutní obchody<sup>61</sup> (viz § 261 odst. 3 obch. zák.), což znamená, že se jedná o závazkové vztahy řídicí se obchodním zákoníkem bez ohledu na povahu účastníků. Účastníci této smlouvy nemusí tedy být podnikatelé a nezáleží na tom, zda smlouvu uzavírají k soukromému účelu nebo v souvislosti s podnikáním. Zatímco povaha subjektu, který je dlužníkem, nehraje z hlediska právní úpravy smlouvy o úvěru žádnou roli, jsou rozdíly mezi věřiteli zásadní vzhledem ke kogentnímu ustanovení § 499 obch. zák. Podle tohoto ustanovení mohou sjednat úplatu za převzetí závazku jen ti věřitelé, jejichž předmětem činnosti je poskytování úvěru.

Dlužník je oprávněn uplatnit nárok na poskytnutí peněžních prostředků ve lhůtě stanovené ve smlouvě. Není-li tato lhůta ve smlouvě stanovena, může dlužník tento nárok uplatnit, dokud poskytnutí úvěru některá strana nevyhoví (§ 500 odst. 1 obch. zák.). Není-li tedy lhůta ve smlouvě stanovena, může dlužník uplatňovat nárok již od okamžiku uzavření smlouvy až do doby výpovědi.

Věřitel je povinen dlužníkovi peněžní prostředky poskytnout, jestliže byl o to dlužníkem v souladu se smlouvou požádán, a to v době stanovené v požadavku, jinak bez zbytečného odkladu (§ 501 odst. 1 obch. zák.). V § 501 odst. 2 obch. zák. je zakotvena tzv. zásada účelovosti úvěru, která se uplatňuje v případě výslovného smluveného účelu, k němuž lze úvěr použít. Stanoví-li smlouva, že úvěr lze použít pouze k určitému účelu, může věřitel omezit poskytnutí peněžních prostředků pouze na plnění závazků dlužníka převzatých v souvislosti s tímto účelem. Mají-li být poskytnuté peněžní prostředky podle smlouvy použity dlužníkem pouze k určitému účelu a dlužník je použije k jinému účelu, nebo jestliže jejich použití k smluvenému účelu je nemožné, je věřitel oprávněn od smlouvy odstoupit a požadovat, aby dlužník vrátil bez zbytečného odkladu použité a nevrácené prostředky s úroky. Odstoupení věřitele od smlouvy nemá vliv na zajištění závazků z této smlouvy (§ 507 obch. zák.).

Od doby poskytnutí peněžních prostředků je dlužník povinen platit z nich úroky ve sjednané výši, jinak v nejvyšší přípustné výši stanovené zákonem nebo na základě

---

<sup>61</sup> Druhou skupinu obchodních závazkových vztahů tvoří tzv. relativní obchody, přičemž se jedná o relativní obchody mezi podnikateli (§ 261 odst. 1 obch. zák.) a relativní obchody mezi podnikateli a státem či samosprávnou územní jednotkou (§ 261 odst. 2 obch. zák.). Dále je třeba odlišit tzv. fakultativní obchody (§ 262 obch. zák.), které se obchodním zákoníkem neřídí podle § 261 obch. zák., nýbrž na základě shodně projevené vůle účastníků písemnou formou.

zákona. Nejsou-li takto úroky stanoveny, je dlužník povinen platit obvyklé úroky požadované za úvěry, které poskytují banky v místě sídla dlužníka v době uzavření smlouvy. Jestliže strany sjednají úroky vyšší než přípustné podle zákona nebo na základě zákona, je dlužník povinen platit úroky ve výši nejvýše přípustné. V pochybnostech se má za to, že sjednaná výše úroků se týká ročního období (§ 502 odst. 1, 2 obch. zák.).

Závazek platit úroky je splatný spolu se závazkem vrátit použité peněžní prostředky. Jestliže lhůta pro vrácení poskytnutých peněžních prostředků je delší než rok, jsou úroky splatné koncem každého kalendářního roku. V době, kdy má být vrácen zbytek poskytnutých peněžních prostředků, jsou splatny i úroky, které se jej týkají. Mají-li být poskytnuté peněžní prostředky vráceny ve splátkách, jsou v den splatnosti každé splátky splatny i úroky z této splátky (§ 503 odst. 1, 2 obch. zák.).

Dlužník je povinen vrátit poskytnuté peněžní prostředky ve sjednané lhůtě, jinak do jednoho měsíce ode dne, kdy byl o jejich vrácení věřitelem požádán. Dlužník je oprávněn (není-li dohodnuto jinak vzhledem převážné dispozitivnosti dané právní úpravy) vrátit poskytnuté peněžní prostředky před dobou stanovenou ve smlouvě. Úroky je povinen zaplatit jen za dobu od poskytnutí do vrácení peněžních prostředků. Doba splatnosti závazku je tedy stanovena ve prospěch dlužníka (§ 503 odst. 3 obch. zák.).

### 6.1.3. Smlouva o půjčce

Kromě smlouvy o úvěru patří mezi základní smluvní typy upravující dočasné poskytnutí finančních prostředků věřitelem dlužníkovi v českém právu i smlouva o půjčce. Tyto dva smluvní typy je nezbytné důsledně rozlišovat.

Smlouva o půjčce patří mezi pojmenované smluvní vztahy a je upravena v § 657 a § 658 občanského zákoníku. Podle těchto ustanovení věřitel přenechává smlouvou o půjčce věci určené podle druhu, zejména peníze, a naopak dlužník se zavazuje vrátit po uplynutí dohodnuté doby věci stejného druhu. Předmět smlouvy musí být druhově

určen<sup>62</sup> (konkrétní množství určitého druhu věci, nikoliv určitý počet individuálních věcí).

Při peněžité půjčce lze dohodnout úroky. Jedná se tedy o možnost, nikoliv však povinnost, a proto lze smlouvu uzavřít i jako bezúročnou (zatímco u smlouvy o úvěru tvoří závazek dlužníka zaplatit příslušné úroky jednu ze základních náležitostí tohoto smluvního typu).

Další rozdíl spočívá v okamžiku vzniku těchto smluv. Zatímco smlouva o půjčce je řazena mezi tzv. reálné kontrakty, kdy smlouva vzniká až v okamžiku skutečného plnění, patří smlouva o úvěru mezi tzv. konsensuální kontrakty, kdy smlouva vzniká již dohodou stran, aniž by muselo dojít k předání předmětu smlouvy.

Další významný rozdíl spočívá v tom, že smlouvou o úvěru lze plnit ve prospěch dlužníka i třetím osobám. Věřitel s dlužníkem se tedy mohou dohodnout např. na tom, že za dlužníka uhradí fakturu, aniž by peníze předal dlužníkovi. V případě půjčky není toto možné a předmět půjčky musí být předán dlužníkovi, popř. jeho zástupci.

Na tomto místě považuji za vhodné se zmínit i o rozhodnutí<sup>63</sup> Nejvyššího soudu ČR, které se rovněž zabývalo vzájemným vztahem mezi smlouvou o úvěru a smlouvou o půjčce. Nejvyšší soud spatřuje rozdíl mezi těmito dvěma smluvními typy mimo jiné v tom, že předmětem smlouvy o úvěru jsou výslovně "peněžní prostředky", zatímco u smlouvy o půjčce jsou předmětem "věci určené podle druhu, zejména peníze", přičemž Nejvyšší soud vyložil pojem peníze jako věci určené podle druhu v případě smlouvy o půjčce pouze jako bankovky a mince. Zatímco tedy v případě smlouvy o úvěru mohou být „peněžní prostředky“ podle názoru Nejvyššího soudu poskytnuty v hotovosti,

---

<sup>62</sup> Zatímco druhově určená věc může být libovolně nahrazena jinou věcí stejného druhu, speciálně určená věc je jedinečná a má význam pouze v tomto unikátním provedení. Z tohoto důvodu je třeba odlišovat smlouvu o půjčce od smlouvy o výpůjčce, která je upravena v § 659 až § 662 občanského zákoníku. Smlouvou o výpůjčce vzniká vypůjčitelovi právo určitou věc, která je ve vlastnictví půjčitele, po dohodnutou dobu bezplatně užívat. Zásadní rozdíl mezi těmito instituty spočívá v tom, že v případě půjčky přenechává věřitel dlužníkovi druhově určenou věc (zejm. peníze), a převádí tedy k těmto věcem na dlužníka vlastnické právo, zatímco v případě výpůjčky půjčitel vypůjčitelovi pouze umožňuje užívání věci, aniž by přestal být jejím vlastníkem. Vypůjčitel má právo takto přenechanou jedinečnou věc pouze užívat a vrátit ji věřiteli ve stavu odpovídajícím tomuto užívání. Další významný rozdíl spočívá v tom, že smlouva o půjčce může být sjednána jako bezúročná (bezúplatná) i jako úročná, zatímco smlouva o výpůjčce je výhradně bezúplatným smluvním typem (v případě sjednání úplaty by se jednalo o smlouvu nájemní, nikoliv o smlouvu o výpůjčce).

<sup>63</sup> Spisová značka 32 Cdo 922/2007.

převodem na účet nebo zaplacením faktur dlužníkovým věřitelům, v případě smlouvy o půjčce musí být „peníze“ (tak jak je vyložil Nejvyšší soud jako pouze bankovky a mince) převzaty dlužníkem (popř. zástupcem) pouze v hotovosti, tzn. nelze v tomto případě použít převod na účet. Odborná veřejnost považuje tento právní názor Nejvyššího soudu za značně kontroverzní<sup>64</sup>.

#### 6.1.4. Obchodní úvěr

Obchodní úvěr patří v praxi k hojně používaným pojmům, ačkoliv z právního hlediska se jedná ve srovnání s úvěrem poskytovaným na základě smlouvy o úvěru, resp. půjčce, o zcela rozdílné instituty.

Obchodní úvěr je výraz, který se používá pro časový rozdíl mezi plněním závazku (např. převzetí zboží kupujícím), respektive přijetím vyúčtování (faktury), a zaplacením. Obchodní úvěr může být sjednán, nebo k němu může docházet fakticky, aniž by byl sjednán. V rámci obchodního úvěru bývá často rozlišován úvěr dodavatelský a úvěr odběratelský. Dodavatelský úvěr je poskytován dodavatelem odběrateli ve formě odložení platby za dodané zboží a vyplývá z běžného obchodního styku mezi podnikateli. Je často kryt směnkami, které může dodavatel eskontovat u banky, čímž přemění dodavatelský úvěr na úvěr bankovní (eskontní). Odběratelský úvěr je poskytován odběratelem dodavatelům ve formě zálohy na dodávané zboží<sup>65</sup>.

Pro účely podnikového řízení jsou konstruovány určité ukazatele, které časový rozdíl odpovídající obchodnímu úvěru vyjadřují, a tím ho umožňují i lépe řídit a kontrolovat. Jedná se zejm. o poměrový ukazatel doby obratu pohledávek, který vyjadřuje počet dní, během nichž inkaso peněz za tržby je zadrženo v pohledávkách, resp. za jak dlouhé období jsou pohledávky v průměru spláceny. Obecně lze konstatovat, čím kratší inkasní

---

<sup>64</sup> Např. na [www.epravo.cz](http://www.epravo.cz) byl k danému judikátu zveřejněn následující názor: „V podnikatelské praxi se smlouva o půjčce někdy používá z toho důvodu, že na rozdíl od smlouvy o úvěru, na základě které musí být vždy účtovány úroky, půjčka může být poskytnuta i bezúročně. Pokud ale půjčka podle OZ byla poskytnuta bezhotovostně, dle výkladu Nejvyššího soudu se vlastně jedná o plnění poskytnuté na základě smlouvy o úvěru dle ObchZ a, v souladu s úpravou ObchZ, dle našeho názoru takový úvěr musí být vždy úročen. Platí přitom, že nebyla-li výše úroků výslovně sjednána, je dlužník povinen platit obvyklé úroky požadované za úvěry, které poskytují banky v místě sídla dlužníka v době uzavření smlouvy (§ 502 ObchZ). Tuto povinnost platit úroky by měli všichni dlužníci z dosud bezúročných půjček, jež byly poskytnuty bezhotovostně“.

<sup>65</sup> Viz <http://business.center.cz/business/pojmy/p1229-odberatelsky-uver.aspx>.

období, tím lépe, protože dlouhé inkasní období vede jednak k vyšším nákladům a vzniku nebezpečí zhoršení platební situace odběratele, tzn. vzniku pohledávek po lhůtě splatnosti, a jednak vede k nárůstu prostředků, vázaných v oběžném majetku, a tím dochází k vyšším nárokům na cizí financování. Ukazatel doby obratu pohledávek charakterizuje platební disciplínu odběratelů. Na druhé straně bývá konstruován ukazatel doby obratu krátkodobých závazků, který vyjadřuje vlastní platební disciplínu podnikatele. Tento druhý ukazatel měří počet dní, během nichž nejsou závazky za dodavatelem uhrazeny a podnik tak využívá bezplatného obchodního úvěru, protože podnik zadržuje po určitou dobu peněžní prostředky, a může je využívat pro vlastní potřeby. Rozdíl mezi dobou obratu pohledávek z obchodního styku a dobou obratu závazků z obchodního styku udává tzv. obchodní deficit, který vyjadřuje počet dnů, které je nutné profinancovat (je-li rozdíl kladný), nebo počet dní, po které je podnik financován ostatními podniky (je-li rozdíl záporný).

Z výše uvedeného jednoznačně vyplývá, že pojem obchodního úvěru je používán zásadně v ekonomickém kontextu, nejedná se tedy o pojem právní. Úvěr poskytnutý na základě smluv o úvěru či půjčce lze považovat nejen za pojem ekonomický, ale i právní.

## 6.2. Emise dluhopisů

### 6.2.1. Obecně k pojmu cenné papíry

Cenný papír lze obecně vymezit jako listinu (resp. hmotný substrát), ve které je inkorporováno subjektivní soukromé majetkové právo, a s touto listinou se subjektivní soukromé majetkové právo vykonává, převádí, zaniká<sup>66</sup>. Manažerské finance<sup>67</sup> považují cenný papír v nejobecnějším vyjádření za nějakou veřejně vydanou listinu, se kterou je spojeno určité právo oprávněného majitele. Právní předpisy obecnou definici cenného papíru z důvodů obtížné definovatelnosti většinou neobsahují. Ustanovení § 1 odst. 1 zákona o cenných papírech sice uvádí demonstrativní výčet cenných papírů (akcie, zatímní listy, poukázky na akcie, podílové listy, dluhopisy, investiční kupóny, kupóny,

---

<sup>66</sup> Jedná se o definici ze švýcarského práva, viz Dědič, J.: Právo cenných papírů a kapitálového trhu. Prospektrum Praha 2000, str. 45.

<sup>67</sup> Viz Kislíngrová, E.: Manažerské finance. C. H. BECK Praha 2004, str. 167.

opční listy, směnky, šeky, náložné listy, skladištní listy a zemědělské skladní listy), avšak nijak nevymezuje obecný pojem cenného papíru.

Podstatou cenného papíru je vždy určité subjektivní právo ve spojení s hmotným substrátem, nejčastěji listinou. Podle § 1 odst. 2 zákona o cenných papírech se na cenné papíry vztahují ustanovení o věcech movitých, nestanoví-li tento zákon nebo zvláštní právní předpis jinak. Cenné papíry jsou považovány za jiné majetkové hodnoty. Za základní prameny práva cenných papírů jsou považovány zejm. zákon o cenných papírech, zákon o dluhopisech, zákon směnečný a šekový, obchodní zákoník, občanský zákoník, zákon o podnikání na kapitálovém trhu. Pro náležitosti postupu osoby, která cenný papír vydává, platí ustanovení zákona o cenných papírech a zvláštních právních předpisů.

### 6.2.2. Základní členění cenných papírů

Cenné papíry lze členit podle mnoha hledisek. Především lze cenné papíry rozlišovat podle typu ztělesněného práva, tzn. jeho předmětu. Rozlišují se cenné papíry, které ztělesňují právo disponovat s určitým zbožím, resp. právo na nepeněžité plnění (zejm. skladištní list, náložný list, konosament), dále cenné papíry ztělesňující právo na určité peněžité plnění (zejm. dluhopisy, směnky, šeky) a cenné papíry ztělesňující právo účasti na podnikání (zejm. akcie, zatímní listy, podílové listy).

Podle podoby cenného papíru se rozlišují cenné papíry listinné, kdy je právo inkorporováno v listině, a cenné papíry zaknihované, kdy právo je inkorporováno v záznamu v zákonné evidenci.

Z hlediska převoditelnosti cenného papíru se rozlišují cenné papíry na doručitele, kdy oprávněnou osobou je držitel tohoto cenného papíru (není v něm uvedeno jméno majitele), a k převodu dochází pouhou tradicí. V případě cenných papírů převoditelných rubopisem (tzv. papíry na řad) obsahuje cenný papír jméno majitele a převod se uskutečňuje odevzdáním ve spojení s uvedením nového majitele na rubu listiny. Cenné papíry znějící na jméno rovněž obsahují jméno majitele, převádí se ale podle občanskoprávních předpisů zejm. postoupením pohledávky (cessí) a tradicí.



### 6.2.3. Dluhopisy

Dluhopis je definován v § 2 odst. 1 zákona o dluhopisech jako zastupitelný cenný papír, s nímž je spojeno právo na splacení dlužné částky a povinnost emitenta toto právo uspokojit. Může být vydáván jak v listinné, tak zaknihované podobě. Dluhopis je tedy cenný papír vyjadřující dlužnický závazek a bývá emitován za účelem získání dočasného kapitálu.

Dluhopisy jsou spojeny s určitou dobou splatnosti a na základě této doby lze rozlišovat dluhopisy krátkodobé (zejm. státní pokladniční poukázky) a dluhopisy dlouhodobé, přičemž hranice je tradičně určena dobou splatnosti do jednoho roku.

Z hlediska emitenta (osoby dlužníka) se rozlišují dluhopisy průmyslové (emitují je zpravidla velké právnické osoby, aby získaly prostředky pro financování svých investičních záměrů), bankovní (emitují je banky za účelem dlouhodobějšího krytí svých obchodů), státní (emituje je stát za účelem krytí schodku státního rozpočtu) a komunální (emitují je územní samosprávné celky zejm. za účelem financování jejich dlouhodobějších potřeb).

Z hlediska stanovení výnosu, který dluhopis svému majiteli přináší, lze rozlišovat (viz § 16 zákona o dluhopisech) dluhopisy s pevným úrokem (výnosem), dluhopisy s pohyblivou úrokovou sazbou, dluhopisy, jejichž výnos je stanoven rozdílem mezi jmenovitou hodnotou dluhopisu a jeho nižším emisním kurzem (tzv. dluhopisy s nulovým kuponem), a dluhopisy, jejichž výnos je stanoven slosovateľnou premií nebo premií v závislosti na lhůtě splatnosti dluhopisu. Právo na výnos může být odděleno a spojeno s kuponem jako samostatným cenným papírem na doručitele (§ 2 odst. 5 zákona o dluhopisech).

Náležitosti dluhopisu jsou stanoveny v § 6 zákona o dluhopisech. Dluhopis musí obsahovat zejm. údaje o emitentovi, název dluhopisu, identifikační označení, jmenovitou hodnotu, údaj o schválení emisních podmínek, výnos dluhopisu, datum emise, způsob a místo výplaty jmenovité hodnoty a výnosu, formu dluhopisu, data splatnosti dluhopisu a výnosů z něho a prohlášení emitenta o závazku splatit dlužnou částku.

### 6.2.3.1. Proces emise podnikových dluhopisů

Emisí dluhopisů se podle § 2 odst. 3 zákona o dluhopisech rozumí soubor dluhopisů vydávaných na základě týchž emisních podmínek a majících stejné datum emise a stejné datum splatnosti. Proces emise dluhopisů je v každé zemi specifický, jelikož se odlišuje nejen právní úprava, ale i rozvinutost kapitálových trhů a stupeň regulace.

Pokud se podnikatel rozhodne využít této formy získání finančních prostředků, měl by ze všeho nejdříve učinit rozhodnutí o tom, zda emisi provede sám podnikatel, nebo využije služeb (resp. v jakém rozsahu) zprostředkovatele. V České republice probíhá emise podnikových dluhopisů většinou prostřednictvím zprostředkovatele, protože podnikatelé nemají k dispozici potřebné odborníky, kteří by mohli emisi obstarat.

Za nejdůležitější ustanovení zákona o dluhopisech z pohledu emitenta je třeba považovat následující:

- zákon se vztahuje na všechny dluhopisy vydané v České republice bez ohledu na to, kdo je emitentem (pokud zákon nestanoví jinak),
- emitentem dluhopisu může být zásadně pouze právnická osoba,
- emitent může vydat dluhopisy, pokud Česká národní banka<sup>68</sup> schválí emisní podmínky dluhopisů,
- emisní podmínky vymezují práva a povinnosti emitenta a vlastníka dluhopisu, jakož i podrobnější informace o emisi dluhopisů; základní náležitosti emisních podmínek tvoří náležitosti dluhopisu, lhůta pro upisování emise dluhopisu, emisní kurz, předpokládaná celková jmenovitá hodnota emise dluhopisu, údaje o způsobu a místě upisování dluhopisů, způsob případného výpočtu výnosu dluhopisu, údaje o zdaňování výnosu dluhopisu, informace o osobách podílejících se na emisi, informace o promlčení práv z dluhopisu, způsob oznamování svolání schůze vlastníků dluhopisů, informace o ratingu emise, označení regulovaného trhu nebo mnohostranného obchodního systému, na kterém emitent hodlá požádat o přijetí dluhopisů k obchodování, nebo informaci, že nehodlá o takové přijetí požádat,

---

<sup>68</sup> Od 1. dubna 2006 přešla působnost Komise pro cenné papíry na Českou národní banku v rámci integrace dozoru nad finančním trhem.

- pokud mají být dluhopisy přijaty na regulovaný trh, musí být splněny podmínky pro přijetí investičních cenných papírů k obchodování na regulovaném trhu podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu (zejm. musí být schválen a uveřejněn prospekt těchto investičních cenných papírů),
- emisní podmínky musejí být po schválení uveřejněny ve formě inzerátu alespoň v jednom celostátně šířeném deníku nebo ve formě brožury, bezplatně poskytované v sídle emitenta, a u emitenta způsobem umožňujícím dálkový přístup,
- emitent může požádat o celý tzv. dluhopisový program, který sjednocuje emisní podmínky pro předem neurčený počet emisí,
- emisní podmínky může emitent změnit, jen pokud se podstatně změnily podmínky, za kterých byly stanoveny, po předchozím souhlasu schůze vlastníků a po schválení Českou národní bankou,
- vydání dluhopisů zabezpečuje emitent nebo jím pověřená osoba, která je k této činnosti oprávněna podle zákona o podnikání na kapitálovém trhu, a která obstará vydání emise nebo se smluvně zaváže stát se prvním nabyvatelem emise nebo její části,
- dohled nad dodržováním zákona o dluhopisech vykonává Česká národní banka, která může uložit osobě podléhající jejímu dohledu, která porušila tento zákon nebo rozhodnutí vydané podle tohoto zákona, opatření k nápravě zjištěného nedostatku; může také pozastavit nejdéle na dobu jednoho roku právo vydat emisi dluhopisů, zakázat vydání emise dluhopisů, přikázat emitentovi předčasně splatit jistinu, včetně poměrného výnosu, a může též uložit pokutu až do výše 20 mil. Kč.

#### 6.2.3.2. Výhody a nevýhody financování prostřednictvím dluhopisů

Za základní výhody emise dluhopisů lze považovat:

- možnost získání vysokého objemu finančních prostředků, a to na dlouhou dobu a s nižší úrokovou sazbou než v případě úvěru v bance,
- majitelé dluhopisů se nestávají akcionáři,
- možnost úspory na daních, jelikož úroky jsou nákladem emitenta a lze o ně snížit základ daně,

- velká variabilita u výše úroků a emisních podmínek.

Naopak za nevýhody emise dluhopisů bývají nejčastěji považovány:

- vysoké náklady emise (zejm. propagace emise, tisk dluhopisů, platba úroků, provize zprostředkovatelské bance),
- nízký zájem o emise podnikových dluhopisů v České republice,
- potřeba zprostředkování emise,
- emise je vhodná zpravidla pouze pro velké právnické osoby.

### 6.3. Emise akcií

Podle zákonné definice obsažené v § 58 odst. 1 obch. zák. je základní kapitál společnosti peněžním vyjádřením souhrnu peněžitých i nepeněžitých vkladů všech společníků do základního kapitálu společnosti. Musí být vyjádřen v jednotkách české měny. Společník se účastní na základním kapitálu vkladem. Základní kapitál je součástí vlastního kapitálu. Společníky poskytnuté vklady tedy vždy vytvářejí základní kapitál, a to bez ohledu na právní formu obchodní společnosti. Povinnost vytvořit základní kapitál však obchodní zákoník ukládá pouze komanditní společnosti, společnosti s ručením omezeným a akciové společnosti. Základní kapitál má plnit zejm. funkci garanční, tzn. měl by být určitým garančním fondem pro věřitele, ačkoliv tuhle funkci nelze přeceňovat.

Akciová společnost je definována v § 154 odst. 1 obch. zák. jako společnost, jejíž základní kapitál je rozvržen na určitý počet akcií o určité jmenovité hodnotě. V následujícím ustanovení je vymezena akcie jako cenný papír, s nímž jsou spojena práva akcionáře jako společníka podílet se podle tohoto zákona a stanov společnosti na jejím řízení, jejím zisku a na likvidačním zůstatku při zániku společnosti. Akcie je tedy majetkovým cenným papírem, tzn. představuje podíl na majetku společnosti a nikoliv nárok na vrácení investovaných prostředků, jako je tomu u tzv. dluhových cenných papírů.

Z důvodu rozsáhlosti a právní složitosti dané problematiky bude v následující části pouze stručně pojednáno o základním členění emisí akcií, přičemž zájemce o podrobnější informace je možné odkázat na četné odborné publikace<sup>69</sup>.

### 6.3.1. Členění emisí akcií

Podle subjektů zapojených do procesu emise akcií teorie i praxe rozlišuje tzv. emise vlastní a cizí. V případě vlastní emise akcií obstarává sám emitent veškeré činnosti spojené s emisí (zejm. přípravné práce, ocenění, vydání, umístění akcií). Vlastní emise je tedy realizována bez prostředníka, z čehož pochopitelně pramení určité výhody a nevýhody. Nesporným pozitivem vlastní emise je nemalá úspora nákladů za provize prostředníka, nicméně tato výhoda je často minimálně kompenzována vysokou náročností na odbornost ve všech fázích emise. Tímto způsobem emitují své akcie především velké právnické osoby, zejm. banky, které disponují dostatečným odborným aparátem a prostředky. Cizí emise akcie se realizuje přes emisního prostředníka, kterým se zpravidla stává nějaká banka, finanční skupina či investiční společnost<sup>70</sup>.

V rámci cizích emisí zabezpečovaných emisními zprostředkovateli odborná literatura dále rozlišuje v závislosti na způsobu zajištění emisí zprostředkovatelem emise ručitelské, komisionářské a prodejní.

Pro ručitelské emise je typická povinnost emisního prostředníka odkoupit emisi na vlastní účet a riziko. Emitent tedy prodá emisi zprostředkovateli emise, a tím přechází problém s prodejem emise na tohoto zprostředkovatele. Dle okamžiku, kdy se ručitelský závazek emisního prostředníka realizuje, je rozlišován tzv. pevný závazek a náhradní ručení. U pevného závazku emisní prostředník odkoupí celou emisi za předem dohodnutou cenu, jeho ziskem je pak rozdíl mezi cenou, za níž cenné papíry od emitenta zakoupil, a cenou, za níž je umístí na trhu. Emitent cenných papírů získává od emisního prostředníka pevně dohodnutou částku, a to bez ohledu na to, zda bude emise

---

<sup>69</sup> Viz např. JEŽEK T. a kol.: Jak emitovat dluhopisy a akcie na veřejném trhu, 1. vyd. Praha; Komise pro cenné papíry, 2004. LIŠKA V., GAZDA J.: IPO kmenové akcie a jejich primární emise, 1. vyd. Praha; HZ Editio spol. s.r.o., 2001. MUSÍLEK P.: Trhy cenných papírů, 1. vyd. Praha; Ekopress, 2002. BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. Teorie a praxe firemních financí. Vydání 1. Praha: Computer Press, 2000.

<sup>70</sup> Mezi nejvýznamnější v celosvětovém měřítku patří Deutsche Bank, Citibank/SSSB, Merrill Lynch, Goldman Sachs, Morgan Stanley Dean Witter, JP Morgan Chase, UBS Warburg, Credit Suisse First Boston (viz MUSÍLEK P.: Trhy cenných papírů, 1. vyd. Praha; Ekopress, 2002, str. 146).

úspěšná. V případě náhradního ručení emisní prostředník odkupuje pouze tu část emise, kterou se nepodařilo umístit<sup>71</sup>.

V případě komisionářské emise emisní zprostředkovatel emisi nekupuje, ale snaží se ji prodat vlastním jménem a na cizí účet a riziko. Komisionář<sup>72</sup> za tyto služby obdrží provizi, která je zpravidla stanovena jako určité procento z objemu emise.

V případě emise prodejní vystupuje emisní zprostředkovatel v postavení mandátáře<sup>73</sup> a jedná jménem emitenta, na jeho účet a riziko. Mandatáři náleží za své služby provize.

Další významné dělení emisí akcií spočívá v rozlišování emisí soukromých a veřejných. V rámci soukromé emise jsou akcie umísťovány prostřednictvím soukromých dohod s vybranými investory. V rámci veřejné emise jsou akcie umísťovány prostřednictvím veřejných trhů, tzn. jsou nabídnuty široké veřejnosti prostřednictvím obchodování na těchto trzích. Emitent akcií musí při veřejné emisi splnit řadu povinností, zejm. musí být vytvořen a následně Českou národní bankou schválen prospekt. Veřejná emise je nákladnější než emise soukromá, proto bývá využívána především velkými akciovými společnostmi.

Pokud společnost umísťuje své akcie na veřejném trhu, hovoří se o primárních emisích akcií. V případě, že se jedná o první takové umístění akcií na veřejném trhu, označuje se taková emise jako počáteční veřejná nabídka (anglicky Initial Public Offering, resp. zkráceně IPO). Jestliže společnost své akcie již dříve na veřejném trhu vydala a nabízí touto formou nové akcie, lze takovou nabídku nových akcií označit jako „nabídku zkušených (zavedených) akcií“ (anglicky Seasoned Equity Offering, resp. zkráceně SEO). Uvedené pojmy nejsou ovšem vždy důsledně rozlišovány a často bývá pod pojem IPO zahrnován i pojem SEO. V případě SEO se lze také často setkat s označením druhotná neboli sekundární emise (anglicky Secondary Public Offering, resp. zkráceně SPO). Důvod rozlišování mezi IPO a SEO spočívá zejm. v oceňování nových emisí, jelikož v případě SEO jsou akcie již veřejně obchodovány.

---

<sup>71</sup> Viz MUSÍLEK P.: Trhy cenných papírů, 1. vyd. Praha; Ekopress, 2002, str.150.

<sup>72</sup> Komisionářská smlouva je upravena v § 577 a násl. obch. zák.

<sup>73</sup> Mandátní smlouva je upravena v § 566 a násl. obch.zák.

### 6.3.2. Výhody a nevýhody financování prostřednictvím emise akcií

IPO představuje významný zlom v dosavadní existenci akciové společnosti, protože v důsledku takovéto emise dochází k výraznému navýšení kapitálu, ale současně dochází ke změně vlastnické struktury společnosti. Základní význam IPO spočívá tedy v zabezpečení kapitálu pro investice, resp. další rozvoj společnosti, přičemž získané prostředky nezakládají povinnost návratnosti (nevzniká povinnost pravidelného vyplácení výnosů ve formě úroku a splacení celého objemu vypůjčených prostředků jako v případě bankovního úvěru či emise dluhopisů; o výplatě výnosu ve formě dividend rozhodují akcionáři hlasováním na valné hromadě společnosti). Nelze ovšem zapomenout ani na další pozitivní efekty primární emise. Úspěšná primární emise zvyšuje image společnosti, což může hrát v dalším působení společnosti (zejm. obchodním styku se svými partnery) významnou roli. Navíc v České republice, kde primární emise nejsou zdaleka ještě běžnou záležitostí, je každé takové emisi (resp. emitentovi) zajištěna patřičná pozornost sdělovacích prostředků, což může znamenat pro společnost značnou a bezplatnou propagaci. Opomenout nelze ani skutečnost, že emisí nových akcií dochází ke snížení zadluženosti (*ceteris paribus*) a růstu bonity společnosti z pohledu současných i potenciálních poskytovatelů úvěrů (to platí pro jakoukoliv emisi akcií, nejen IPO).

Výše zmíněné pozitivní efekty primární emise jsou ovšem doprovázeny též určitými negativy. Především dochází ke snížení vlivu dosavadních akcionářů, jelikož dochází ke snížení jejich podílů na základním kapitálu, a tím i snížení váhy jejich hlasů na valné hromadě společnosti. Dosavadní akcionáři mohou ale samozřejmě nastavit emisi takovým způsobem, aby jim zůstala majorita zachována.

Financování prostřednictvím primární emise akcií patří mezi značně nákladné způsoby, přičemž náklady se mohou pohybovat až kolem 10 % z celkového objemu emise. Z empirických zjištění vyplývá, že náklady na primární emisi kmenových akcií jsou dvakrát až čtyřikrát vyšší než náklady spojené s emisí dluhových cenných papírů<sup>74</sup>.

---

<sup>74</sup> LIŠKA V., GAZDA J.: IPO kmenové akcie a jejich primární emise, 1. vyd. Praha; HZ Editio spol. s.r.o., 2001, str. 72.

Za další nevýhody tohoto způsobu financování lze považovat neuznatelnost dividendy jako daňově uznatelného nákladu (dividendy jsou vypláceny ze zisku po zdanění), časová náročnost celého procesu ve srovnání s ostatními zdroji financování, povinnost průběžně informovat veřejnost o činnosti společnosti a přizpůsobit se příslušným regulatorním restrikcím.



## 7. 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>75</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.

---

<sup>75</sup> Srov. výklad o modelu MM III v této diplomové práci na str. 28-29.

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 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 sestavení 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>76</sup>, proto na tomto místě pouze poznamenám, že obzvláště přesný odhad nákladů vlastního kapitálu je velmi obtížnou záležitostí.

---

<sup>76</sup> Srov. výklad o základních postupových krocích při výpočtu WACC v této diplomové práci na str. 35-48.

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>77</sup> ke zvýšení rentability vlastního kapitálu, tzn. lze využít pozitivního vlivu tzv. finanční páky (zvyšující se zadluženost „páčí nahoru“ výnosnost 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 dlouhodobém 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.

---

<sup>77</sup> Tyto předpoklady byly odvozeny v této diplomové práci v rámci výkladu o ziskovém účinku finanční páky na str. 51-53.

Velmi důležitým, nicméně v odborné literatuře často neprávem opomíjeným, kritériem 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 snižování 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 související s obstaráním takové formy financování a jednak časovou náročnost celého procesu<sup>78</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**

---

<sup>78</sup> Srov. výklad o výhodách a nevýhodách financování prostřednictvím dluhopisů, resp. emise akcií v této diplomové práci na str. 72-73, resp. 76-77.

**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.**

## 8. Seznam použité literatury

1. BLAHA, Z. S. JINDŘICHOVSKÁ, I.: Jak posoudit finanční zdraví firmy. PRAHA: MANAGEMENTPRES, 1996.
2. BREALEY, R. A. MYERS, S. C.: Teorie a praxe firemních financí. PRAHA: COMPUTER PRESS, 2005.
3. COPELAND, T., KOLLER, T., MURRIN, J.: Valuation – Measuring and Managing the Value of Companies. NEW YORK: JOHN WILEY & SONS, 1994.
4. COPELAND, T., KOLLER, T., MURRIN, J.: Unternehmenswert. FRANKFURT: CAMPUS, 2002.
5. DAMODARAN, A.: Damodaran on Valuation. Security Analysis for Investment and corporate Finance. USA: JOHN WILEY & SONS, 1994.
6. DLUHOŠOVÁ, D.: Finanční řízení a rozhodování podniku. PRAHA: EKOPRESS, 2006.
7. GRÜNWARD, R.: Analýza finanční důvěryhodnosti podniku. EKOPRESS, 2001.
8. GRÜNWARD, R., HOLEČKOVÁ, J.: Finanční analýza a plánování podniku. VŠE PRAHA, 2007.
9. HIGGINS, R.C.: Analýza pro finanční management, PRAHA: GRADA, 1997.
10. KISLINGEROVÁ, E.: Manažerské finance. PRAHA: C. H. BECK, 2004.
11. KISLINGEROVÁ, E., HNILICA, J.: Finanční analýza krok za krokem. PRAHA: C. H. BECK, 2005.
12. KISLINGEROVÁ, E.: Oceňování podniku. 2. přepracované a doplněné vydání. PRAHA: C. H. BECK, 2001.
13. KOVANICOVÁ, D.: Abeceda účetních znalostí pro každého. PRAHA: POLYGON, 2004.
14. KOVANICOVÁ, D.: Finanční účetnictví: světový koncept. PRAHA: POLYGON, 2003.
15. MANDL, G., RABEL, K.: Unternehmensbewertung. WIEN: UEBERREUTER, 1997.
16. MAREK, P.: Studijní průvodce financemi podniku. PRAHA: EKOPRESS, 2006.
17. MAŘÍK, M.: Metody oceňování podniku. PRAHA: EKOPRESS, 2003.

18. MAŘÍKOVÁ, P.: Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku: ekonomická přidaná hodnota, tržní přidaná hodnota. PRAHA: EKOPRESS, 2001.
19. SEDLÁČEK, J.: Účetní data v rukou manažera – finanční analýza v řízení firmy. PRAHA: COMPUTER PRESS, 2001.
20. SCHNEIDER, D.: Investition Finanzierung. WIESBADEN: GABLER, 1990.
21. SOUKUPOVÁ, J.: Mikroekonomie. 3. doplněné vydání. PRAHA: MANAGEMENT PRESS, 2005.
22. SYNEK, M.: Podniková ekonomika. 2. vydání. PRAHA: C. H. BECK, 2000.
23. SYNEK, M.: Ekonomická analýza. PRAHA: OECONOMICA, 2003.
24. SYNEK, M.: Manažerská ekonomika. 3. vydání. PRAHA: GRADA PUBLISHING, 2002.
25. SYNEK, M.: Analýza hodnocení podniků podle ukazatelů Schmalenbachovy společnosti upravené pro české podniky.
26. SŮVOVÁ, H.: Finanční analýza v řízení podniku, v bance a na počítači. Bankovní institut Praha, 2000.
27. YOUNG, D. W.: Financial Management Accounting – A User Perspective. SOUTH – WESTERN PUBLISHING, 1994.
28. PELIKÁNOVÁ I.: Obchodní právo, díl I. Praha: ASPI, 2005.
29. PELIKÁNOVÁ, I.: Úvod do srovnávacího práva obchodního. Praha: C.H. Beck 2000.
30. DĚDIČ, J.: Právo cenných papírů a kapitálového trhu. PRAHA: PROSPEKTUM. 2000.
31. MUSÍLEK, P.: Trhy cenných papírů, 1. vyd. PRAHA: EKOPRESS, 2002.
32. LIŠKA V., GAZDA J.: IPO kmenové akcie a jejich primární emise, 1. vyd. PRAHA; HZ Editio spol. s.r.o., 2001.



## Seznam použitých zkratk

A	celková aktiva
APT	model arbitrážního oceňování
$\beta$	míra tržního rizika, tzv. beta koeficient
$\beta_{\text{DEBT}}$	beta koeficient pro cizí kapitál vyjadřující riziko dluhu
$\beta_L$	je beta koeficient vlastního kapitálu u zadluženého podniku
$\beta_{\text{UNLEV}}$	beta koeficient vlastního kapitálu při nulovém zadlužení
C	celkový kapitál (D+E)
CAPM	model oceňování kapitálových aktiv
$\text{COV}(R_A R_M)$	kovariance mezi výnosem aktiva A a výnosem tržního portfolia
CZ	cizí zdroje
D	úročný cizí kapitál
$D_n$	dividenda v období n
DPS	dividenda na akcii
E	vlastní kapitál
$E(r_i)$	střední očekávaná výnosnost aktiva X
$E(r_m)$	střední očekávaná výnosnost kapitálového trhu
EAT	zisk po zdanění, tzv. čistý zisk
EBT	zisk před zdaněním, tzv. hrubý zisk
EBIT	zisk před zdaněním a úroky
EPS	čistý zisk na akcii
FCFF	volný peněžní tok pro vlastníky a věřitele
g	konstantní tempo růstu dividend
$g_n$	tempo růstu FCFF udržitelné do nekonečna
IPO	počáteční veřejná nabídka akcií
$K_{AM}$	koeficient korelace mezi vývojem výnosnosti aktiva A a tržního portfolia M
n	počet období (let)
NWC	čistý pracovní kapitál
obch. zák.	obchodního zákoníku
$P_0$	vnitřní hodnota akcie
r	úroková sazba
$r_d$	náklady na cizí kapitál
$r_e$	náklady na vlastní kapitál
$r_f$	výnosnost bezrizikového aktiva
$r_{\text{finstab}}$	riziková přírážka za finanční stabilitu
$r_{\text{finstr}}$	přirážka za riziko dělení produkční síly
$r_{LA}$	riziková přírážka za velikost podniku
$r_{\text{podnikatelské}}$	riziková přírážka za produkční sílu
ROA	rentabilita celkových aktiv, rentabilita celkového kapitálu
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
ROS	rentabilita tržeb
$S_A$	riziko aktiva A vyjádřené směrodatnou odchylkou
$S_M$	riziko tržního portfolia M vyjádřené směrodatnou odchylkou
$(S_M)^2$	rozptyl výnosnosti tržního portfolia

T	tržby
t	daňová sazba z příjmů právnických osob
VK	vlastní kapitál
WACC	průměrné náklady kapitálu

# Resumé / English summary

## **Title of the thesis:**

Optimal capital structure of an enterprise

## **Summary:**

The purpose of my thesis is to analyse optimal capital structure of an enterprise and important factors in the capital structure decision making, because the enterprise's capital structure is one of the most important decisions management has to make.

The capital structure is how a firm finances its overall operations and growth by using different sources of funds and the capital structure optimisation is relatively a complex issue.

The thesis is composed of eight chapters. Chapter One is introductory and explains my choice for the purpose of this thesis and describes content of following chapters.

Chapters Two and Three define basic terminology used in the thesis, particularly the basic items of the property and capital structure of an enterprise.

The aim of Chapter Four is to survey the most important capital structure theories, especially the Modigliani–Miller theorem (of Franco Modigliani, Merton Miller) that forms the basis for modern thinking on capital structure.

Chapter Five describes the most significant determinants of optimal capital structure of an enterprise and how those factors might affect optimal capital structure. The chapter is subdivided into five parts: the advantages and disadvantages of debt and equity financing, the weighted average cost of capital (a general formula for the WACC, cost of debt, cost of equity, capital asset pricing model, build-up methods, arbitrage pricing theory, the Gordon growth model), return on equity (the traditional formula and the DuPont formula, return on assets, return on sales, total asset turnover, asset to equity ratio, financial leverage), asset structure as a determinant of capital structure an enterprise, others determinants of capital structure.

Chapter Six focuses on the most important sources of financing of an enterprise. The sources of financing comprise some combination of debt and equity financing.

Conclusions are drawn in Chapter Seven. Defining the optimal capital structure is a critical decision for any enterprise. I suggest that management must identify the "optimal mix" of financing and the most relevant determinants of optimal capital structure of an enterprise are weighted average cost of capital, financial leverage, structure of assets, risk attitude and financial freedom.

**Klíčová slova:**

kapitálová struktura, průměrné náklady kapitálu, financování

**Key words:**

capital structure, weighted average cost of capital, financing