Optimalizace kapitálové struktury konkrétního podniku věc teoreticky či prakticky možná[#]?

Milan Hrdý[*]

1 Úvod

1.1 Základní identifikace problému a cíle příspěvku

Optimalizace kapitálové struktury konkrétního podniku představuje věčné téma vybízející k rozsáhlé diskusi a rozsáhlým výzkumům, přičemž se jedná o nikoliv nepodstatnou oblast finančního řízení podniku, neboť způsob financování podnikových aktivit může velmi významným způsobem ovlivnit prosperitu podniku a hlavní finanční cíl podnikání představovaný maximalizací tržní hodnoty firmy, i když pochopitelně ne v takovém rozsahu, v jakém může tento klíčový cíl ovlivnit dobré či špatné investiční rozhodnutí či strategie restrukturalizace či reorganizace. Důležitost optimální kapitálové struktury podniku spočívá mimo jiné také v tom, že se od ní odvíjí i úroková míra pro diskontování budoucích peněžních toků v oblasti investičního rozhodování, přičemž se předpokládá přibližně stejné riziko a stejná struktura kapitálu financované investice jako je tomu u dosavadního podnikání. Pokud není struktura podnikového kapitálu optimalizována, pak může být významným způsobem ovlivněno vlastní hodnocení ekonomické efektivnosti příslušné investice. Ještě významnější roli hraje optimální kapitálová struktura podniku a od ní odvozené průměrné náklady kapitálu při oceňování podniku výnosovými metodami. Úroková míra odvozená právě od průměrných nákladů kapitálu podniku může nejen výrazně ovlivnit stanovení tržní hodnoty podniku, jakožto vyjednávací ceny pro jeho koupi či prodej, ale také může hrát klíčovou roli při soudních sporech např. při oceňování podílů při vytěsňování minoritních akcionářů apod. Průměrné náklady kapitálu podniku jsou také východiskem pro posuzování optimální výše kapitálových výdajů podniku. Pokud budou průměrné náklady kapitálu podhodnoceny, může to vést k přijetí projektů, které nejsou tak efektivní a naopak, v případě jejich nadhodnocení, mohou být odmítány i dobré projekty. Není tedy sporu o tom, že optimalizace kapitálové struktury konkrétního podniku hraje důležitou roli. Je však třeba se nyní zamyslet nad tím, zda existuje dostatečný teoreticky jednoznačný vymezený potenciál, k provádění této vlastní optimalizace v konkrétním podniku a zda je možné bez větších problémů tento teoretický potenciál aplikovat v praxi. Cílem tohoto příspěvku je tedy zamyšlení se nad otázkou, zda existuje právě tento dostatečný teoretický potenciál a návod, jak postupovat při provádění optimalizace a zda její praktická aplikace je v konkrétním podniku vůbec uskutečnitelná či zda narazíme na jen velmi obtížně překonatelné aplikační problémy.

Je možné vyslovit hypotézu, že nebude možné jednoznačně identifikovat teoreticky správný postup optimalizace kapitálové struktury včetně stanovení optimálního dluhového poměru a také, že při praktické aplikaci teoretických poznatků narazíme na jen obtížně

[#] Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného záměru Fakulty financí a účetnictví VŠE Praha s názvem *„Rozvoj účetní a finanční teorie a její aplikace z interdisciplinárního hlediska „* registrovaného u MŠMT České republiky pod evidenčním číslem MSM/613843990

[*] Doc. Ing. Milan Hrdý, Ph.D. – vedoucí katedry; Katedra financí a účetnictví Soukromá vysoká škola ekonomická Znojmo. Loucká 656/21, 669 02 Znojmo; <hrdy@svse.cz>; samostatný vědecký pracovník II Fakulty financí a účetnictví VŠE Praha.

překonatelné aplikační problémy. I pokud bude tato hypotéza potvrzena, budou získané poznatky shrnuty do příslušných závěrů, včetně doporučeného postupu k provedení vlastní optimalizace při respektování identifikovaných omezujících podmínek. Základní použitou metodou při vlastním naplnění stanoveného cíle bude metoda hodnotícího popisu a analýzy s využitím teoretických i praktických poznatků, přičemž tento hodnotící popis a analýza by měly formulovat konkrétní poznatky, které pak budou syntetickou metodou shrnuty do příslušných závěrů včetně již zmiňovaného doporučeného postupu.

1.2 Stručný přehled jednotlivých teorií

V samém úvodu příspěvku je položena otázka, zda optimalizace kapitálové struktury konkrétního podniku je věc teoreticky možná. Odpověď se zdá na první pohled celkem jednoznačná, neboť posláním podnikové teorie je připravit podmínky pro její praktickou aplikaci v konkrétních podnikových podmínkách. Jednoznačnost tohoto předpokladu však bude ihned v zápětí poněkud zpochybněna tím, že existuje celá řada různých velmi dobře propracovaných teoretických přístupů, které jsou ne vždy v souladu.

I když jsou jednotlivé teoretické přístupy v odborné literatuře (Valach, 2005 nebo Hrdý – Strouhal, 2010) celkem velmi dobře zpracovány, bude jistě více než vhodné si je jen velmi stručně připomenout a analyzovat. Jedná se zejména o následující teorie (Hrdý, 2010):

- Klasická (tradiční).
- Hierarchického pořádku.
- Modigliani-Millera.
- Kompromisní.
- Brealyho a Myerse o čtyřech dimenzích kapitálové struktury.
- Manželů Inky a Ivana Neumaierových.

K**lasická neboli tradiční teorie optimalizace kapitálové struktury podniku** vychází z minimálních průměrných nákladů kapitálu podniku a za optimální kapitálovou strukturu považuje takové složení kapitálu podniku, při kterém jsou průměrné náklady kapitálu minimální**.** Za předpokladu stabilních očekávaných výnosů je možné bod minimálních průměrných nákladů kapitálu podniku ztotožnit s maximalizací tržní hodnoty firmy. Vycházíme zde z obecných ekonomických principů, které říkají, že základ tržní hodnoty *TH* jakéhokoliv aktiva se rovná současné hodnotě budoucích efektů, které budou vlastníkovi aktiva plynout. Pro základ tržní ceny tedy platí:

$$Základ\ TH = \frac{očekávané\ budoucí\ efekty}{i}, \qquad (1)$$

kde i = průměrné náklady kapitálu podniku.

Rovnici lze jednoduše upravit:

$$Základ\ TH\ \ podniku = \frac{budoucí\ očekávané\ výnosy}{průměrné\ náklady\ kapitálu\ \ podniku}. \qquad (2)$$

Výpočet průměrných (vážených) nákladů kapitálu podniku probíhá podle následující rovnice (Valach, 2005):

$$N = \frac{D}{K} \cdot N_d + \frac{P}{K} \cdot N_p + \frac{K_m}{K} \cdot N_k + \frac{Z}{K} \cdot N_z, \qquad (3)$$

kde N = průměrné náklady podnikového kapitálu v %,
D = dluh v Kč,
P = prioritní kapitál v Kč,
K_m = kmenový kapitál v Kč
K = celkový kapitál v Kč ($D + P + K_m + N_z$),
N_d = náklady dluhu v %,
N_p = náklady prioritního kapitálu v %,
N_k = náklady kmenového kapitálu v %,
N_z = náklady nerozděleného zisku v %.

Pokud předpokládáme stabilní budoucí očekávané výnosy, bude konstantní čitatel, a maximalizovat výslednou hodnotu, tj. tržní hodnotu firmy, je možné z matematického hlediska jedině za předpokladu minimální hodnoty jmenovatele, tj. právě průměrných nákladů kapitálu podniku. Pokud v rámci klasické neboli také tradiční teorie optimalizace kapitálové struktury podniku vycházíme z průměrných nákladů kapitálu podniku, je třeba zdůraznit, že průměrné náklady kapitálu podniku vykazují tvar tzv. „U“ křivky, kdy nejprve s rostoucím dluhem klesají, dosáhnou minima, a poté se začínají opět zvyšovat. Je to způsobeno vlivem úrokového daňového štítu a dále pak působením nákladů finanční tísně. Nejprve převažuje vliv úrokového daňového štítu, a proto průměrné náklady kapitálu klesají, avšak posléze s rostoucím zadlužením začínají věřitelé i majitelé pociťovat větší finanční riziko a požadují vyšší úrok respektive vyšší zhodnocení kapitálu a průměrné náklady kapitálu stoupají.

Teorie hierarchického pořádku není ani teorií v pravém slova smyslu, ale snaží se vysvětlit chování firem v oblasti optimalizace kapitálové struktury na základě empirických výzkumů. Bylo zjištěno, že podnikoví manažeři, kteří mají klíčový vliv na otázku optimalizace kapitálové struktury, preferují financování z interních zdrojů při stabilní dividendové politice. Na dalším místě preferencí je pak financování dluhem, ať už ve formě úvěru nebo emise dluhopisů a až na posledním místě je pak využívána emise akcií či vlastní externí kapitál. Tento způsob optimalizace je pro podnik nejjednodušší, avšak nikoliv nejlacinější (Valach, 2005). Není však možné tento přístup z tohoto důvodu zatracovat, neboť využívání externích zdrojů financování je spojeno s prokazováním prosperity podniku a jeho dobrým finančním zdravím a je rovněž spojeno s dodatečnými náklady.

Přístup dvojice Modigliani-Miller představuje dva teorémy z let 1958 – 1963, přičemž jsou někdy tyto teorémy nesprávně zaměňovány se dvěma tvrzeními, která byla však publikována již v rámci prvního článku obou autorů v roce 1958. První teorém říká, že tržní hodnota firmy je nezávislá na složení podnikového kapitálu a odvíjení se pouze od různého složení podnikových aktiv. Zjednodušeně zde předpokládali dokonalé kapitálové trhy a také nedaňové prostředí. Ve druhém pak připustili existenci daní a tvrdili, že firma by se měla co nejvíce zadlužovat, aby využila úrokový daňový štít. Nebrali však do úvahy existenci nákladů finanční tísně. I přes svoji rozporuplnost jsou přístupy Modiglianiho s Millerem (MM) stále živé a vedou se o nich neustálé diskuse a polemiky, které se objevily zejména v souvislosti s padesátým výročím MM teorií.

Kompromisní teorie kapitálové struktury dochází k optimálnímu zadlužení v bodě vyrovnání pozitivního působení úrokového daňového štítu a nákladů finanční tísně. V tomto smyslu je tato teorie založena na podobném principu jako teorie klasická. Oproti ní však navíc zdůrazňuje vliv výše a stability podnikového zisku a charakteru dlouhodobých aktiv. Teorie

tak zdůrazňuje, že zadlužovat by se měly především firmy, které mají stabilní zisky a větší podíl hmotných aktiv, což na druhé straně koresponduje spíše s níže uvedenými předpoklady teorie Brealyho a Myerse.

Teorie Brealyho a Myerse o čtyřech dimenzích kapitálové struktury zdůrazňuje čtyři základní dimenze a to sice **daně, riziko, typ aktiv a finanční volnost.** Je doporučováno, aby se více zadlužovala firma, která očekává zisk a bude platit daně, dále pak firma s menším rizikem podnikání, firma s převážně hmotnými aktivy a firma, která neočekává volné finanční příležitosti. Platí to pochopitelně i naopak.

Teorie manželů Inky a Ivana Neumaierových (1996) hovoří o tom, že optimální zadlužení nastává tehdy, pokus je rentabilita vlastního kapitálu maximální. V tomto bodě dochází rovněž k maximalizaci tržní hodnoty firmy. Model vychází ze zisku před úroky a zdaněním a předpokládá, že EBIT, stejně jako hodnota aktiv a tedy i produkční síla podniku není závislá na velikosti zadlužení. Na základě známých rovnic pro vyjádření EBIT, aktiv, pasiv, poměru EBIT/aktiva, čistý zisk/aktiva úroky/aktiva je pak vyjádřena rentabilita vlastního kapitálu jako závisle proměnná na míře zadlužení. Míra zadlužení je vyjádřena jako poměr vlastního kapitálu a aktiv, a to z toho důvodu, že oproti finanční páce (cizí zdroje/vlastní kapitál) má lineární průběh při stejné vypovídací schopnosti. Také úroková míra není v praxi konstantní, ale je závislá na bonitě klienta, tj. jeho rizikovosti, která zahrnuje také i velikost zadlužení. Proto také tato teorie předpokládá poměr úroky/úvěry jako funkci vlastního kapitálu/aktiva.Výsledná optimalizační rovnice je pak vyjádřena následujícím způsobem (Neumaierová-Neumaier, 1996):

$$y = \frac{a}{x^2} \cdot \left[x^2 \cdot g'(x) - b - \left(x \cdot g'(x) - g(x)\right) \cdot (1-d)\right], \tag{4}$$

kde y = čistý zisk / vlastní kapitál,
x = vlastní kapitál / aktiva,
a = čistý zisk / EBIT,
b = EBIT / aktiva,
d = neúročené závazky / aktiva,
k = úroky,
$g(x)$ = úroky / úvěry jako funkce zadlužení (k / x).

Výpočet optimálního dluhového poměru je pak možné vypočítat položením derivace výše uvedené funkce rovnu nule, čímž získáme podmínku pro optimální zadluženost:

$$x^2 \cdot g'(x) - b - \left(x \cdot g'(x) - g(x)\right) \cdot (1-d), \tag{5}$$

Autoři této teorie (Neumaierová, Neumaier, 1996) jsou si vědomi i určitých omezení tohoto modelu a to zejména proto, že poměr EBIT/aktiva či další konstanty se mohou měnit v průběhu času. Model je rovněž zjednodušený tím, že nebyl uvažován vliv provozní páky. Její zavedení by vedlo ke složitějšímu modelu, při kterém by optimální zadluženost byla taková, která by maximalizovala čisté cash flow pro vlastníky.

1.3 Determinanty kapitálové struktury

Vedle jednotlivých teorií hrají klíčovou roli při hledání optimální kapitálové struktury konkrétního podniku také determinanty této kapitálové struktury a také tzv. oborové standardy (Hrdý, 2010). Za základní determinanty kapitálové struktury považujeme zejména

daně a s nimi související daňový štít, dále pak náklady finanční tísně, náklady kapitálu podniku, náklady zastoupení, případně další. Důležité je také vymezení vztahu mezi determinanty kapitálové struktury, jednotlivými teoriemi a případně kapitálovou strukturou samotnou. V této souvislosti platí, že determinanty představují příčinu, která vyvolává následek ve formě teorií optimalizace kapitálové struktury, přičemž jednotlivé teorie se vždy opírají o různé determinanty. Mezi další determinanty patří zejména následující faktory (Křivská, 2009):

- ziskovost a stabilita podniku,
- majetková struktura podniku,
- odvětví podnikání,
- management podniku a jeho přístup k riziku,
- struktura vlastnictví a udržení kontroly nad činností podniku,
- finanční volnost,
- výše investic,
- velikost podniku,
- dobré jméno a historie podniku,
- požadavky ratingových agentur,
- fungování kapitálového trhu,
- legislativa,
- hospodářská politika a hospodářský cyklus,
- společensko-ekonomické poměry.

Je celkem zřejmé, že výše uvedené determinanty prolínají ve větším či menším rozsahu jednotlivými teoriemi a byly dozajista výchozími skutečnosti při jejich tvorbě. Vazby jednotlivých teorií na příslušné determinanty zde nebudou podrobně charakterizovány a je možné se s nimi seznámit v některých odborných pracích (Křivská, 2009). Za zmínku však dozajista stojí jeden významný determinant, který se od ostatních poněkud odlišuje, a to sice tzv. oborové standardy, které výrazným způsobem ovlivňují praktickou optimalizaci v konkrétním podniku, což bude rozebráno později.

2 Teoretické možnosti optimalizace kapitálové struktury konkrétního podniku

Optimalizace kapitálové struktury je věc bezesporu teoreticky možná, avšak nikoliv jednou všemi uznávanou cestou, ale pouze na základě výběru mezi různými přístupy a možnostmi. Pokusíme se tedy nastínit tyto různé cesty s vydefinováním doporučeného přístupu. Při analýze jednotlivých teoretických přístupů je možné dospět k několika podstatným závěrům. Nejprve je nutné vymezit, zda vůbec považujeme optimalizaci kapitálové struktury za věc mající reálný smysl, či zda se spokojíme s prvním teorémem MM, který zdůrazňuje irelevantnost optimalizace. Ve druhém případě máme tak říkajíc hotovo, neboť optimalizaci provádět nebudeme a spokojíme se s optimalizací struktury podnikových aktiv.

Pokud dospějeme k závěru, že optimalizace má reálný smysl, tak je nezbytně nutné si ujasnit, zda budeme respektovat náklady kapitálu a budeme se pokoušet o jejich minimalizaci, či zda budeme vycházet ze základních principů teorie hierarchického pořádku. Oba přístupy jsou totiž naprosto a diametrálně odlišné v tom slova smyslu, že buď budeme považovat za optimální prvotní využití interních zdrojů, následně pak využití dluhu, a teprve nakonec použití vlastního externího kapitálu, u akciové společnosti pak použití kapitálu akciového,

nebo budeme důsledně trvat na minimalizaci nákladů kapitálu s využitím teorie klasické a vlastně i částečně teorie kompromisní. Je možné považovat za obtížné, ne-li nemožné jednoznačně identifikovat, která cesta je v tomto případě výhodnější. Jak již bylo částečně naznačeno v předchozím textu, není totiž možné jednoznačně určit, zda je prvotní financování interními zdroji výsledkem pohodlnosti manažerů či jejich racionálním uvažováním, protože využití interních zdrojů je na jedné straně skutečně pohodlné, nicméně na straně druhé je získávání právě externích zdrojů spojeno s poměrně značnými dodatečnými náklady a náročným přesvědčováním investorů o tom, že podnik je finančně zdravý a že se vyplatí do něho investovat. Jediné, co by zde stálo za úvahu, je doporučit využití principu hierarchického pořádku pro malé či střední podniky, které nejsou kapitálově silné a obtížně by tak získávali kapitál na finančních trzích či v rámci bankovního sektoru. Naopak větší a kapitálově silnější podniky by v případě generování zisku měly opravdu seriózně zvažovat rozumnou výši dluhu, která by umožnila využít levnější druhy podnikového kapitálu a následně pak zvyšovat tržní hodnotu své firmy.

Jiným pohledem na jednotlivé teoretické přístupy je pak skutečnost, zda budeme požadovat explicitní výpočet konkrétní výše zadlužení podniku či nikoliv. Pokud bychom chtěli identifikovat právě tuto konkrétní výši zadlužení, což je rozhodně teoreticky správnější, mohli bychom eliminovat teorii Brealyho a Myerse o čtyřech dimenzích kapitálové struktury, která se o konkrétní explicitní výši zadlužení nezmiňuje. Naopak se můžeme rozhodovat mezi identifikací optimálního dluhového poměru s využitím klasické neboli tradiční teorie, teorie kompromisní nebo hierarchického pořádku či teorie manželů Neumaierových. Optimální dluhový poměr pak bude v případě teorie klasické identifikován na základě bodu minimálních průměrných nákladů kapitálu, v případě teorie kompromisní jako výsledek kompromisu mezi působením úrokového daňového štítu a náklady finanční tísně, v případě teorie manželů Neumaierových v bodě maximální rentability vlastního kapitálu podniku. V případě teorie hierarchického pořádku vyplyne optimální zadlužení z konkrétního způsobu financování, tj. v případě využití pouze interních zdrojů, bude zadlužení nulové, při využití dluhu se bude snižovat a při využití vlastního externího kapitálu pak následně snižovat. Nabízí se tedy další otázka, jaký přístup k explicitnímu stanovení dluhu, je z výše uvedených výhodné využít. Jednoznačně je třeba upřednostnit přístupy, které mají vazbu na základní finanční cíl podnikání, tj. maximalizaci tržní hodnoty firmy. To splňují zejména teorie klasická, která vychází z již zmíněného předpokladu, že právě v bodě optimálního zadlužení neboli minimálních nákladů kapitálu podniku, je tržní hodnota firmy maximální, a také teorie manželů Neumaierových, kteří rovněž považují bod optimálního zadlužení neboli bod maximální rentability vlastního vloženého kapitálu za totožný s bodem maximalizace tržní hodnoty firmy. Rozhodnout mezi těmito dvěma přístupy je dalším obtížným oříškem, který není jednoduché rozlousknout, bude zejména záležet na míře složitosti jejich aplikace v praxi.

Teoretické možnosti optimalizace kapitálové struktury konkrétního podniku je možné stručně shrnout do následujících bodů doporučeného postupu:

1. Rozhodnutí o smyslu optimalizace. V případě negativní odpovědi využití prvního teorému dvojice Modigliani a Millera.

2. V případě pozitivního rozhodnutí výběr přístupu spojeného s konkrétní aktivní kvantifikací dluhového poměru, případně průměrných nákladů kapitálu podniku, nebo volba teorie hierarchického pořádku. Ve druhém případě optimální dluhový poměr přímo vyplyne ze zvoleného způsobu financování.

3. Rozhodnutí o použití teorií umožňujících explicitní matematickou identifikaci optimálního dluhového poměru ve vazbě na základní finanční cíl podnikání, tj. maximalizaci tržní hodnoty firmy.

4. Výběr příslušné teorie optimalizace s přihlédnutím k její realizovatelnosti v praxi.

3 Praktická optimalizace kapitálové struktury v konkrétním podniku

3.1 Praktické výsledky některých výzkumů

Než budeme provádět praktickou analýzu možnosti optimalizace kapitálové struktury konkrétního podniku a identifikovat, zda optimalizace kapitálové struktury podniku je věc prakticky možná, nebude jistě od věci se zmínit i o některých praktických poznatcích z různých empirických výzkumů, které byly prováděny v ČR i v zahraničí. Za zmínku stojí například údaje, které hovoří o tom, že v USA více než 80 % firem při financování svých investic používají přednostně interní zdroje neboli, že respektují teorii hierarchického pořádku (Valach, 2005). Některé výsledky praktického výzkumu mezi podniky v ČR (Horová, Hrdý, 2007 nebo Hrdý aj., 2009), uvádějí, že pokud jde o oblast kapitálové struktury podniku, více než polovina firem (55,6 %) provádí aktivní optimalizaci své kapitálové struktury v případě konkrétního rozhodování, kdy zvažuje zejména náklady kapitálu, nevěnuje však pozornost dlouhodobé optimalizaci kapitálové struktury. Dlouhodobě a komplexně se snaží optimalizovat svoji kapitálovou strukturu 20 % firem, přičemž tyto firmy nejčastěji usilují o minimalizaci cizích zdrojů, maximalizaci zisku a minimální zadluženost. Snaží se rovněž o udržení určeného poměru vlastního a cizího kapitálu. Společnosti přitom využívají nejvíce vnitřní zdroje, na větší investiční akce a až poté úvěry. Větší počet firem než těch, které dlouhodobě optimalizují kapitálovou strukturu, představují ovšem společnosti (přesně jde o 22,2 % firem), jenž se optimalizací své kapitálové struktury vůbec nezabývají (Horová, Hrdý, 2007). Z hlediska použitelnosti jednotlivých teorií znají podniky prakticky jen klasickou teorii representovanou průměrnými náklady kapitálu či využívají interní zdroje, dokud jsou k dispozici. Tyto údaje dokumentují důležitý fakt, že optimalizaci kapitálové struktury konkrétního podniku není věnována příliš aktivní pozornost. Otázkou je, kde hledat příčiny. Ty mohou být jednak v podcenění významu optimalizace při naplňování základního finančního cíle podnikání, tj. maximalizace tržní hodnoty firmy a to zejména z pohledu podnikových manažerů, což se může následně projevit v rámci nákladů zastoupení, nebo může být příčina v obtížné aplikovatelnosti jednotlivých teorií do praxe.

3.2 Aplikační problémy vybraných optimalizačních teorií

Z výše uvedeného vyplývá, že vedle volby příslušné teorie či teorií bude rozhodující schopnost vypořádat se s aplikačními problémy, které při optimalizaci v konkrétním podniku mohou vzniknout.

Teorie klasická neboli tradiční vychází z minimálních průměrných nákladů kapitálu podniku. Aby bylo možné bod minimálních průměrných nákladů kapitálu identifikovat, je nezbytné vypočítat průměrné náklady kapitálu podniku pro jednotlivé varianty zadlužení. Vyvstává tedy problém, jakým způsobem identifikovat náklady vlastního kapitálu a náklady dluhu v závislosti na míře zadlužení. Je zřejmé, že tyto náklady jak dluhu, tak také vlastního kapitálu porostou, je však otázkou jak, zda rovnoměrně a to buď lineárně či např. parabolicky, či zda od určité výše zadlužení dojde ke skokovému nárůstu těchto nákladů. Tento aplikační problém bohužel významným způsobem omezuje možnost použití jinak velmi vhodné metody

optimalizace. Významnou pomůckou by v tomto případě mohla být jakási fiktivní analýza a posouzení finanční zdraví podniku či stanovení jeho bonity, tak jak se to velmi často provádí např. v bankovním sektoru, kde je v závislosti právě na bonitě klienta, a jeho finančním zdraví, stanovena úroková míra z poskytovaného úvěru a tím vlastně stanoven náklad kapitálu. Při identifikaci nákladů dluhu v závislosti na míře zadlužení by bylo proto vhodné použít analytické metody používané bankami a specializovanými institucemi poskytujícími různé formy úvěrů. Dá se předpokládat, že pokud míra zadlužení nebude významným způsobem ohrožovat finanční zdraví podniku, budou růst náklady dluhu rovnoměrně dle příslušných metodologických postupů výše uvedených finančních institucí. Pokud by však mělo dojít k ohrožení tohoto finančního zdraví, dojde ke skokovému nárůstu těchto nákladů dluhu. Ještě komplikovanější se jeví identifikace nákladů vlastního kapitálu právě v závislosti na míře zadlužení. Relativně jednodušší by bylo identifikovat náklady vlastního kapitálu na základě subjektivního přístupu majitelů k riziku a jejich představě o požadované výnosnosti v závislosti na míře zadlužení. Složitějším pak bude situace při použití tržního přístupu a identifikaci rizika na základě rizikovosti akcií v závislosti na míře zadlužení. Jistou možností by mohl být např. výpočet tzv. zadluženého β, které se odvozuje z β nezadlužené firmy specifickým postupem (Hrdý, Strouhal 2010). Zadlužené β by se pak mohlo použít pro výpočet požadované výnosnosti, např. na základě linie kapitálového trhu. Bližší podrobnosti ohledně identifikace koeficientu β v závislosti na různých faktorech je možné najít v odborné literatuře (Mařík aj. 2007).

Určitá řešení, jakým způsobem se vypořádat s identifikací nákladů dluhu a vlastního kapitálu v závislosti na míře zadlužení, nalezneme rovněž v dalších publikacích (Hrdý, 2000), kde se vychází z rozmezí současného zadlužení, pro které jsou náklady kapitálu známy a tzv. maximálně možného zadlužení, což je takový podíl dluhu, který je firma vzhledem k předpokládanému vývoji zisku schopna platit při dodržení eventuelně dalších povinností a při kterém budou ukazatele finanční analýzy vykazovat hodnoty svědčící ještě o dobrém finančním zdraví podniku. Pak je možné předpokládat, že náklady kapitálu porostou jen zvolna a neměly by překročit hodnotu, která je požadována za maximálně požadovanou (Hrdý, 2000) a to u vlastního kapitálu 6 % nad hodnotou inflace a u kapitálu cizího pak 3 % nad hodnotou inflace. Diskutabilní otázkou je, jakým způsobem se budou náklady v uvedeném rozmezí vyvíjet, zda parabolicky (Hrdý, 2000) na bázi funkce $y = x^2 / k + a$, kde konstanty k respektive a je možné zjistit dosazením hodnot pro x a y v případě současného zadlužení, pro které tyto hodnoty známe, a pro maximálně únosné zadlužení, nebo lineárně. Je možné opravdu polemizovat, zda parabolická funkce je na místě, či zda za vhodnější by bylo možné považovat klasický lineární průběh, což by zejména v případě fáze prosperity podniku, či maximálně na okraji šedé zóny, mělo svoji logiku. Nicméně pojem maximálně možného zadlužení je možné považovat za velmi významný a je možné se domnívat, že v rozmezí od nulového zadlužení do maximálně možného by se na základě lineární báze daly náklady vlastního či cizího kapitálu v závislosti na míře zadlužení rozumně identifikovat. V zásadě však bude platit, že by se neměl u podniku objevit jakýkoliv náznak možné počínající finanční tísně, neboť od tohoto okamžiku by pak náklady na vlastní i cizí kapitál začaly růst prudkým tempem. Je tedy možné shrnout, že optimální zadlužení včetně identifikace nákladů kapitálu v závislosti na tomto rostoucím zadlužení je možné hledat pouze do doby, pokud se podnik dle finanční analýzy či konkrétních bankrotních modelů nachází v pásmu prosperity.

V případě aplikace teorie manželů Neumaierových narazíme na problém určení závislosti výše úroků na výši zadlužení respektive obráceně na poměru vlastního kapitálu a celkových aktiv neboli na problém stanovení funkce $g(x)$. Zde je možné doporučit (Hrdý, 2000) použití funkce typu k / x s tím, že konstantu k je možné vypočítat na základě konkrétní velikosti

současného zadlužení podniku a jemu odpovídající velikost placených úroků. Opět by platil podobný princip jako při řešení aplikačních problémů u teorie klasické, tj. funkce k / x by se dala použít jen do doby, dokud podnik bude vykazovat stav finančního zdraví bez jakýchkoliv signálů možné nastupující finanční tísně.

Analýza praktické uplatnitelnosti kompromisní teorii optimalizace kapitálové struktury závisí na schopnosti identifikovat současnou hodnotu úrokového daňového štítu a porovnat ji se současnou hodnotou nákladů finanční tísně. Současná hodnota úrokového daňového štítu by neměla činit zásadních problémů, naopak problémem je reálná identifikace nákladů finanční tísně, což se jeví téměř jako naprosto nereálná záležitost. Finanční teorie (Levy, Sarnat 1999) doporučuje vypočítat náklady finanční tísně jako fiktivní platbu pojištění proti bankrotu podniku. Otázkou je, jak velikost tohoto pojištění stanovit. Jednou z možností je vypočítat velikost záporného peněžního toku pro jednotlivé velikosti zadlužení s tím, že by pojišťovna tyto záporné peněžní toky uhradila (Hrdý, 2000). Tyto záporné peněžní toky by pak mohly být zvýšeny o provizi pojišťovny a poté pak jejich současná hodnota porovnána se současnou hodnotou nákladů finanční tísně. Takovéto výpočty je možné považovat za velmi náročné a navíc bychom se na rozdíl od aplikace průměrných nákladů kapitálu podniku pohybovali již v oblasti šedé zóny podniku. Bylo by nutné rovněž znát podrobné postupy pojišťoven při stanovení výše plateb pojistného v závislosti na výši škody, která může být způsobena. Vzhledem k základnímu principu pojištění, která předpokládá, že nahodilá událost nenastane u všech subjektů najednou, ale jen u některých, by musela být rovněž známa množina firem, které by byly zahrnuty do příslušného pojistného trhu a na základě jejich pravděpodobnosti bankrotu by bylo pojistné mimo jiné odvozeno, což však není pro běžné podnikové manažery vůbec reálné identifikovat.

Teorie hierarchického pořádku neskrývá žádné aplikační problémy, neboť podnikoví manažeři se řídí jasně stanoveným a doporučeným postupem. Pokud podniku dojde levnější dluh, uchází se o úvěrové zdroje a následně pak o vlastní externí kapitál. Pokud tyto externí zdroje neobdrží a interní nestačí, musí výrazně omezit svoji podnikatelskou činnost či se zamyslet nad možností provedení restrukturalizace či reorganizace podniku s cílem odvrátit hrozící případný bankrot.

Teorie Brealyho a Myerse o čtyřech dimenzích kapitálové struktury nenabízí možnost explicitní identifikace konkrétního dluhového poměru, ale může být v praxi užitečná tím, že k ní může podnik přihlédnout v závěrečné fázi své optimalizace a to zejména tehdy, pokud by chtěl explicitně identifikovaný dluhový poměr upravit směrem nahoru nebo dolů na základě právě dimenzí této teorie, např. v závislosti na vývoji očekávaného zisku, dále pak na struktuře aktiv, celkovém podnikatelském riziku apod.

3.3 Doporučený postup při praktické optimalizaci kapitálové struktury podniku

Podnik se musí nejprve rozhodnout, zda se bude aktivně praktickou optimalizací zabývat. V případě, že nikoliv, má podnik jednu z možností, která nebyla doposud v tomto článku příliš analyzována a to jsou tzv. oborové standardy. Záležitost poněkud opomíjená, nicméně v praxi velmi důležitá. Oborové standardy totiž říkají, jaké bývá obvykle zadlužení v příslušných oborech a odvětvích. Neříká, že toto zadlužení musí být nutně optimální, nicméně je pravda, že pokud by se podnik od tohoto oborového zadlužení výraznějším způsobem odchýlil, mohl by se stát tzv. podezřelým. Což by mohlo způsobit i určitou nedůvěru investorů, ať již při použití externího cizího nebo vlastního kapitálu. Řešením pro

podnik tak může být pouhé pasivní převzetí příslušného oborového standardu jakožto výše optimálního zadlužení podniku.

Pokud podnik dospěje k závěru, že bude optimalizaci aktivně provádět, bude následovat rozhodnutí, zda vystačí s teorií hierarchického pořádku, či zda bude usilovat o stanovení konkrétního dluhového poměru s důrazem převážně na průměrné náklady kapitálu podniku. V případě druhé volby se musí rozhodnout mezi teorií klasickou opírající se o maximalizaci tržní hodnoty firmy závislou na minimálních průměrných nákladech kapitálu podniku a mezi teorií manželů Neumaierových opírající se o maximalizaci tržní hodnoty firmy odvozené od bodu maximální rentability vlastního kapitálu. Vzhledem k tomu, že aplikační problémy u obou teorií jsou z hlediska praktické řešitelnosti na přibližně stejné úrovni, není od věci provést optimalizaci kapitálové struktury podniku podle obou teorií, čímž nám vznikne určité rozpětí mezi oběma výsledky a podnik se následně může přiklonit buď k nižší nebo vyšší hodnotě zadlužení mimo jiné s přihlédnutím k jednotlivým dimenzím teorie Brealyho a Myerse. V praxi to neznamená nic jiného, než že v případě, že se bude jednat o podnik s převahou hmotných aktiv a relativně menším rizikem podnikání, bude vhodné se přiklonit k vyššímu zadlužení a naopak. Určitou závěrečnou korekci mohou přinést již dříve zmíněné oborové standardy.

Není možné se nezmínit ještě o jedné velmi důležité záležitosti související s výše uvedenými závěry konkrétních empirických výzkumů. Znalost většiny teoretických přístupů k optimalizaci kapitálové struktury podniku je v praxi podnikových manažerů velmi slabá, což značně omezuje optimalizační možnosti. V mnohých případech nejsou tyto znalosti ani příliš potřebné, neboť struktura podnikového kapitálu je předepsána v případě nadnárodních společností či společností holdingového typu ze strany mateřské společnosti a manažeři společností dceřiných mají práci „ušetřenu“. Stejně tak se v praxi vyskytuje i určitý zlozvyk, který považuje nulové zadlužení podniku za určitý znak prosperity a dobrého jména. Přitom právě bohaté a úspěšné podniky by o zadlužování měly vážně uvažovat a počítat s ním, neboť mohou výhodně využít působení úrokového daňového štítu. Z těchto i dalších důvodů je proto nezbytné, aby se podnikoví manažeři podrobněji seznamovali s jednotlivými teoriemi a zejména pak s doporučeními, jakým způsobem se vypořádat se vzniklými aplikačními problémy, aby nebyly vlastní teorie zavrženy ještě dříve, než budou vůbec následovat pokusy o vlastní optimalizaci. Jedná se tedy o významnou výzvu zejména pro podnikové teoretiky a vysokoškolské učitele, jak nejen ve formě různých článků a statí, ale i ve formě různých typů školení seznamovat s touto problematikou podnikové manažery.

Závěr

Cílem tohoto příspěvku bylo zamyšlení se nad otázkou, zda existuje dostatečný teoretický potenciál a návod, jak postupovat při provádění optimalizace a zda její praktická aplikace je v konkrétním podniku vůbec uskutečnitelná či zda narazíme na jen velmi obtížně překonatelné aplikační problémy. Byla vyslovena hypotéza, že nebude možné jednoznačně identifikovat teoreticky správný postup optimalizace kapitálové struktury včetně stanovení optimálního dluhového poměru a také, že při praktické aplikaci teoretických poznatků narazíme na jen obtížně překonatelné aplikační problémy. Ukázalo se, že jednoznačně definovaný doporučený postup vedoucí ke konkrétnímu cílovému optimálnímu zadlužení nelze jednoznačně stanovit, neboť existuje celá řada faktorů, ať již v rovině teoretické či aplikační, které nám brání tento jednoznačně definovatelný závěr realizovat. Stanovená hypotéza byla tedy víceméně potvrzena, i když se ukazuje, že přece jen mohou existovat postupy, byť náročné, které nám do jisté míry mohou umožnit vybrané aplikační problémy

překonat a cílový dluhový poměr a optimální kapitálovou strukturu identifikovat. Jednoznačně definovaná či vymezená cesta však neexistuje a to zejména ze dvou důvodů. Prvním důvodem je fakt, že existuje celá řada různých teoretických přístupů, které se od sebe principielně zásadně liší a které přinášejí různý pohled na vlastní optimalizaci. Jednotlivé teorie nabízejí buď pasivní, nebo aktivní přístup k optimalizaci a je tedy na podnikových manažerech, jaký přístup zvolí. Nelze jednoznačně říci, že pasivní přístup je špatný, neboť odchýlení od oborových standardů či ucházení se o externí formy podnikového kapitálu skutečně může pro podnik představovat reálný problém, neboť musí prokazovat důvody této odchylky v případě oborových standardů či prokazovat finanční zdraví a prosperitu podniku v případě ucházení se o externí formy podnikového kapitálu. V případě aktivního přístupu k optimalizaci se snahou o identifikaci konkrétního dluhového poměru vzniká problém, kterou teorii si vybrat, i když analýza ukazuje, že jako nejvhodnější se jeví metody s přímou vazbou na základní finanční cíl podnikání, tj. maximalizaci tržní hodnoty firmy, což splňuje klasická neboli tradiční teorie pracující s hmatatelnými průměrnými náklady kapitálu podniku a teorie manželů Neumaierových opírající se o bod maximální rentability vlastního kapitálu. Druhým důvodem neexistence jednoznačně správné a pevně definované cesty provádění vlastní optimalizace je možnost volby různých způsobů, jak se vypořádat s aplikačními problémy, které při praktické optimalizaci vznikají. Pokud se rozhodneme aplikovat klasickou teorii v praxi, narazíme na problém, jakým způsobem identifikovat náklady vlastního kapitálu a náklady dluhu v závislosti na výši zadlužení. Tento problém je bohužel zcela zásadní a značně eliminuje použití jinak velmi racionální a propracované teorie. Řešení tohoto identifikovaného aplikačního problému se nabízí v podobě lineárního nárůstu těchto nákladů vlastního a cizího kapitálu v rozmezí mezi současným a tzv. maximálně únosným dluhem (Hrdý, 2000), tj. do bodu, do kterého je podnik schopen hradit bez problémů svůj dluh, aniž by se to výrazným způsobem projevilo na jeho finančním zdraví. Obdobné aplikační řešení se nabízí i v případě teorie manželů Neumaierových. Další možností je pak provedení jakési fiktivní finanční analýzy podniku či analýzu jeho bonity pro různé výše zadlužení, tak jak to provádějí např. finanční analytici v bankovním sektoru, přičemž na základě této analýzy jsou pak stanoveny úrokové sazby pro daný podnik. Při identifikaci nákladů vlastního kapitálu podniku je možné vycházet z hodnot zadluženého β a tyto hodnoty pak využít pro stanovení požadované výnosnosti na základě tzv. linie kapitálového trhu a následně pak i nákladů vlastního kapitálu. Přestože není možné reálně stanovit jednoznačně doporučený postup podniku vedoucí ke konkrétnímu optimálnímu zadlužení a následně pak i k optimální kapitálové struktuře, je možné doporučit následující postup, kterým by se měli podnikoví manažeři řídit, aby se co nejvíce přiblížili optimálnímu zadlužení a optimální kapitálové struktuře. Tento postup je možné shrnout do následujících bodů:

1. Rozhodnout o tom, zda se optimalizací vůbec zabývat či nikoliv.

2. V případě záporného rozhodnutí využít teorii MM č. 1 a zabývat se pouze strukturou aktiv – proces optimalizace ukončen.

3. V případě kladného rozhodnutí zvážit buď využití teorie hierarchického pořádku, respektování oborových standardů či aktivního hledání optimálního dluhového poměru.

4. V případě využití oborových standardů nastavit strukturu kapitálu a míru zadlužení dle těchto standardů – proces optimalizace ukončen.

5. V případě volby teorie hierarchického pořádku využívat maximálně interní zdroje a teprve následně se ucházet o externí kapitál – proces optimalizace ukončen.

6. V případě aktivní snahy o stanovení konkrétního dluhového poměru a optimální kapitálové struktury se rozhodnout mezi aplikací klasické teorie či teorie manželů Neumaierových či obou teorií najednou.

7. V případě volby teorie klasické vybrat způsob eliminace aplikačních problémů, tj. vybrat způsob identifikace nákladů vlastního kapitálu a nákladů finanční tísně v závislosti na výši zadlužení a identifikovat finální strukturu kapitálu – proces optimalizace ukončen.

8. V případě volby teorie manželů Neumaierových identifikovat funkci g(x) v závislosti na výši zadlužení – proces optimalizace ukončen.

9. V případě využití obou teorií najednou identifikace cílových dluhových poměrů na základě eliminace aplikačních problémů u obou teorií a zvážení finálního rozhodnutí akceptace vyšší nebo nižší hodnoty zadlužení.

10. Rozhodnutí o akceptaci nižší hodnoty zadlužení s přihlédnutím k dimenzím teorie Brealyho a Myerse či oborovým standardům – proces optimalizace ukončen.

11. Rozhodnutí o akceptaci vyšší hodnoty zadlužení s přihlédnutím k dimenzím teorie Brealyho a Myerse či oborovým standardům – proces optimalizace ukončen.

Výše identifikované rozhodovací situace jsou plně na vůli podnikových manažerů a nelze jednoznačně určit, která rozhodnutí jsou více či méně správná. Patrně však bude vhodné se optimalizací kapitálové struktury přece jen zabývat, neboť se jedná o velmi důležitý finanční rozhodovací proces podniku. Následně je možné doporučit u malých, případně středních podniků zvolit spíše pasivní přístup, tj. respektování zejména teorie hierarchického pořádku či oborových standardů, které u těchto podniků spíše respektují nižší míru zadlužení. Získávání externích forem financování je totiž u těchto podniků výrazně náročnější, než je tomu u podniků kapitálově silných. Tyto podniky by se měly naopak pokusit o aktivní proces optimalizace, neboť rozumné využití cizího kapitálu přináší podstatné zlevnění financování podnikových aktivit. Výjimku bude zcela jistě tvořit situace, kdy bude mít dceřiná společnost holdingu kapitálovou strukturu předepsanou od mateřské společnosti. Pokud se týká rozhodování mezi teorií klasickou a manželů Neumaierových, je možné doporučit použít teorie obě, přičemž k překonání aplikačních problémů obou teorií by se nabízela především stručná fiktivní finanční analýza podniku pro různé hodnoty zadlužení s následnou identifikací nákladů cizího i vlastního kapitálu s lineárním nárůstem do bodu maximálně možného zadlužení. Závěrečné rozhodnutí ohledně cílového dluhového poměru je vhodné provést dle bodů deset či jedenáct. Za méně vhodnou variantu by bylo možné považovat stanovení průměrné hodnoty mezi dluhovými poměry obou teorií, neboť bychom tím eliminovali vliv dimenzí Brealyho a Myerse, které sice neidentifikují konkrétní hodnotu dluhového poměru podniku, ale říkají na základě jednotlivých faktorů, zda se má podnik více či méně zadlužovat.

Analýza i následná syntéza plně prokázala, že stanovení jednoznačně správného postupu včetně dosažení jednoznačné cílové hodnoty optimálního zadlužení není možné zejména proto, že nelze jednoznačně doporučit aktivní či pasivní přístup k vlastní optimalizaci, tj. v podstatě preferenci teorii hierarchického pořádku či naopak klasické teorie vycházející z průměrných nákladů kapitálu a dále pak také není možné se jednoznačně vypořádat s aplikačními problémy zejména při výpočtu nákladů kapitálu vlastního či cizího kapitálu v závislosti na výši zadlužení. Na druhé straně je možné stanovit doporučený postup

s příslušnými alternativami, kterým je možné proces optimalizace výrazným způsobem zefektivnit a přiblížit se optimálnímu dluhovému poměru maximalizujícímu tržní hodnotu firmy.

Literatura

[1] Horová, M. – Hrdý, M. (2007): *Aktuální problémy strategického finančního řízení podniků v ČR*. E + M Ekonomie a Management, 2007, roč. 10. č. 4, s. 80-86.

[2] Hrdý, M. (2000): *Optimalizace finanční struktury konkrétního podniku. 3. část.* Účetnictví, 2000, roč. 35, č. 5, s. 49-50.

[3] Hrdý, M. (2010): *Teoretické a aplikační problémy optimalizace kapitálové struktury podniku*. In *Nové trendy – Nové nápady*. Znojmo, SVŠE Znojmo, 2010, s. 70-80.

[4] Hrdý, M. aj. (2009).: *Komplexní řešení teoretických a aplikačních problémů financování malých a středních podniků v podmínkách tržního prostředí Evropské unie.* Plzeň, Západočeská univerzita v Plzni, 2009,

[5] Hrdý, M. – Strouhal, J. (2010): *Finanční řízení*. Praha, Wolters Kluwer, 2010.

[6] Křivská, R. (2009): *Determinanty kapitálové struktury a její optimalizace.* Praha, Vysoká škola ekonomická, 2009, disertační práce.

[7] Levy, H. – Sarnat, M. (1999): *Kapitálové investice a finanční rozhodování*. Praha, Grada, 1999.

[8] Mařík, M. aj. (2007): *Metody oceňování podniku. Proces ocenění, základní metody a postupy*. Praha, Ekopress, 2007.

[9] Neumaierová, I. – Neumaier, I. (1996): *Úvaha o optimální zadluženosti*. Finance a úvěr, 1996, roč. 46, č. 1, s. 51-61.

[10] Valach, J. (2005): *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. Praha, Ekopress, 2005.

Optimalizace kapitálové struktury konkrétního podniku věc teoreticky či prakticky možná?

Milan Hrdý

ABSTRAKT

Příspěvek si klade za cíl posoudit teoretickou i praktickou reálnost optimalizace kapitálové struktury konkrétního podniku. Opírá se při tom o základní rozbor jednotlivých teoretických přístupů a jejich možného využití při konkrétní optimalizaci. Stejně tak analyzuje praktickou uplatnitelnost jednotlivých teorií a zabývá se řešením jednotlivých aplikačních problémů, které při praktické optimalizaci vznikají. Z hlediska teoretického se jako nejvhodnější jeví teorie klasická a teorie manželů Neumaierových, neboť obě skýtají možnost empirického stanovení optimálního dluhového poměru. Podnik se však nejprve musí rozhodnout, zda bude provádět aktivní optimalizaci či zda se spokojí s kopírováním oborových standardů nebo zda bude respektovat pevně stanovený hierarchický pořádek. V případě aktivní optimalizace podnik může využít obě výše zmíněné teorie skýtající konkrétní hodnoty zadlužení a přiklonit se k některé z nich na základě dalších aspektů, např. dle teorie Brealyho a Myerse. Optimálnímu zadlužení se však lze jen přiblížit a to díky různým přístupům k řešení aplikačních problémů vybraných teorií. Optimální struktura kapitálu se bude lišit také subjektivním přístupem podniku k vlastní optimalizaci.

Klíčová slova: Kapitálová struktura; Optimalizace; Konkrétní podnik.

Does the Debt Policy Theoretically and Practically Matter in Concrete Firm?

ABSTRACT

The aim of this contribution is to analyze if does the debt policy theoretically and practically matter in concrete firm. The contribution is based on a basic analysis of single theories and their possible usage in the process of concrete optimizing. Also the practical usage of theories is analyzed including the solution of application problems of single theories. The traditional theory and the theory of spouses Neumaier´s are the best from the point of view of their ability to identify empirically the concrete indebtedness. The enterprise has to decide firstly if to start the process of active optimizing or if it is satisfied with the following of branch standards or it is satisfied with complying with the pecking order theory. The enterprise could use both theories stipulating the concrete empirical value of indebtedness and choice the value which better fulfill the further aspects such as for example dimension of Brealey-Myers theory. The optimizing structure is not possible to identify, but only to estimate because of the different approaches to the solution of the application problems of single theories. The optimal capital structure will vary because of the subjective approach to the process of optimizing.

Key words: Capital structure; Optimizing; Concrete enterprise.

JEL classification: G30.