

SLEZSKÁ UNIVERZITA V OPAVĚ

Obchodně podnikatelská fakulta v Karviné

**VLIV VYBRANÝCH DETERMINANTŮ TEORIÍ
KAPITÁLOVÉ STRUKTURY NA ROZLOŽENÍ POUŽITÝCH
ZDROJŮ FINANCOVÁNÍ V PODNICÍCH V ZEMÍCH
VISEGRADSKÉ ČTYŘKY**

Habilitační práce

Karviná 2016

Ing. Petra Růčková, Ph.D.

SLEZSKÁ UNIVERZITA V OPAVĚ

Obchodně podnikatelská fakulta v Karviné

Obor: Podniková ekonomika a management

Ing. Petra Růčková, Ph.D.

**Vliv vybraných determinantů teorií kapitálové struktury na rozložení
použitých zdrojů financování v podnicích v zemích Visegradské čtyřky**

**Impact of selected determinants of capital structure theories on
division of used financing sources in companies of Visegrad group
countries**

Habilitační práce

Karviná 2016

Abstrakt

Cílem habilitační práce je na základě rešerše dřívějších studií a zpracovaných analýz vyhodnotit využívané teorie kapitálové struktury ve vybraných zemích a oborech podnikání a zjistit, do jaké míry mají vliv na rozhodování o použití cizích zdrojů financování vybraných ekonomicko-finančních ukazatelů vyhodnocujících hlavní faktory podnikatelské: rentabilita podniku, platební schopnost podniku a majetek, kterým podnik disponuje. Teoretická část se zabývá formami financování podniku a v návaznosti na toto téma teoriemi kapitálové struktury. Empirická část se zabývá analýzou vlivu rentability, likvidity a majetkové struktury na kapitálovou strukturu podniků v zemích Visegradské čtyřky. Na základě korelační analýzy a panelové regrese jsou zkoumány aspekty, které vedou k rozhodnutí o formulovaných pomocných hypotézách. Data týkající se velkých a středních podniků v České republice, Maďarsku, Polsku a Slovensku pocházejí z databáze Amadeus a je zkoumáno období 2007 až 2014. Testování je provedeno v programu Eviews 9.

Abstract

The aim of habilitation thesis is to evaluate the used capital structure theories in the selected countries and business fields based on review of previous studies and elaborated analyses and to find out to which rate those have impact on decision-making when it comes to the use of debt financing of the selected economic-financial indicators evaluating the main business factors: company profitability, payment ability and assets, the company disposes of. Theoretical part deals with the forms of company financing and in relation to it with capital structure theories. Empiric part deals with an analysis of impact of profitability, liquidity and assets structure on companies' capital structure in the countries of Visegrad group. Based on correlation analysis and panel regression, such aspects are investigated, which lead to decision on formulated supporting hypotheses. Data regarding the big and middle companies in the Czech Republic, Hungary, Poland and Slovak Republic were gained from Amadeus database and the period of 2007 – 2014 was considered. Testing is made in the programme Eviews 9.

Obsah

ÚVOD	1
1 ZDROJE FINANCOVÁNÍ VE VZTAHU K TEORIÍM KAPITÁLOVÉ STRUKTURY	3
1.1 Vlastní zdroje financování.....	4
1.2 Cizí zdroje financování	7
1.3 Aspekty rozhodování o zdrojích financování.....	11
2 TEORIE KAPITÁLOVÉ STRUKTURY	16
2.1 Model M&M	21
2.2 Trade off teorie	28
2.2.1 Statické trade off teorie	28
2.2.2 Dynamické trade off teorie.....	31
2.3 Teorie hierarchického pořádku.....	33
2.3.1 Teorie založené na nepříznivém výběru a informační asymetrii	35
2.3.2 Teorie založené na morálním hazardu a konfliktu zájmů	44
2.4 Shrnutí teorií kapitálové struktury.....	50
3 DETERMINANTY ŘÍZENÍ KAPITÁLOVÉ STRUKTURY.....	53
3.1 Daňová uznatelnost úroků z úvěru	56
3.2 Volatilita peněžních toků.....	58
3.3 Likvidita podniku	59
3.4 Velikost podniku	61
3.5 Stálá aktiva versus finanční tíseň	62
3.6 Vliv finančního systému na kapitálovou strukturu.....	66
3.7 Další faktory ovlivňující kapitálovou strukturu	69
3.8 Rozdíly mezi kompromisními teoriemi a teorií hierarchického pořádku z hlediska determinantů kapitálové struktury	70
4 EMPIRICKÁ STUDIE V PODMÍNKÁCH ZEMÍ VISEGRADSKÉ ČTYŘKY ..	73
4.1 Východiska studie a použitá metodologie.....	74
4.2 Použitá data a proměnné.....	76
4.3 Cíl a hypotézy.....	79
4.4 Východiska ekonomického prostředí jednotlivých zemí	81
4.4.1 Česká republika.....	81
4.4.2 Maďarsko	88
4.4.3 Polsko.....	94
4.4.4 Slovensko	100
4.5 Korelační analýza vztahů ukazatelů na bázi průměrných hodnot	106
4.5.1 Česká republika.....	106

4.5.2	Maďarsko	108
4.5.3	Polsko	109
4.5.4	Slovensko	110
4.6	Panelová regrese pomocí modelu GMM na vzorku podniků v jednotlivých zemích	113
4.6.1	Česká republika	114
4.6.2	Maďarsko	117
4.6.3	Polsko	121
4.6.4	Slovensko	123
ZÁVĚR		126
RESUMÉ		136
Seznam použitých pramenů a literatury		139
Seznam zkratk		147
Seznam tabulek		148
Seznam grafů		149
Seznam schémat		151

ÚVOD

Problematikou využívání zdrojů financování v rámci podnikatelské činnosti se ekonomové zabývají již více než půl století. Hledání vhodné kombinace vlastních a cizích zdrojů financování vedlo ke vzniku celé řady studií a později i teorií, které se zabývají problematikou optimalizace kapitálové struktury. Diskuse jsou také vedeny o tom, zda vůbec může být v rámci podnikatelské činnosti kapitálová struktura optimalizována, nebo zda je činnost podniku a naplňování hlavních cílů podnikatelské činnosti podmíněna řízením finančních zdrojů. Vzhledem k tomu, že výzkumy doposud nevedly k jednoznačným doporučením či jednoznačnému optimu, je následující text zaměřen na nejdůležitější teorie a determinanty řízení kapitálové struktury.

Z pohledu teorií kapitálové struktury nejvíce studií vznikalo na území USA v návaznosti na faktory kapitálového trhu. Jen menší část studií zaměřovala pozornost na evropské trhy, respektive na vyhodnocování řízení kapitálové struktury u podniků, které nejsou obchodovány na burzovním či mimoburzovním trhu. Pozornost přitom byla zaměřena zejména na země s dlouhou podnikatelskou historií, kterou však nebylo možné posuzovat zároveň u podniků v České republice. Právě tato skutečnost vedla k rozhodnutí zaměřit pozornost v rámci empirické studie na země, v rámci nichž byly provedeny studie v druhé polovině 90. let minulého století nebo nebyly posuzovány v širších souvislostech. Pro hlubší analýzu byly zvoleny země Visegradské čtyřky – tedy Česká republika, Maďarsko, Polsko a Slovensko. Důvodem pro volbu právě těchto zemí je podobný politicko-ekonomický vývoj, který umožňuje vybraná kritéria posoudit ve vzájemné komparaci.

Cílem habilitační práce je na základě rešerše dřívějších studií a zpracovaných analýz vyhodnotit aspekty trade off teorií kapitálové struktury ve vybraných zemích a oborech podnikání a zjistit, do jaké míry mají vliv na rozhodování o použití cizích zdrojů financování vybraných ekonomicko-finančních ukazatelů vyhodnocujících hlavní faktory podnikatelské: rentabilita podniku, platební schopnost podniku a majetek, kterým podnik disponuje.

Text je rozdělen na teoretickou a empirickou část. Teoretická část obsahuje tři kapitoly. První kapitola textu se věnuje definici a rozdělení zdrojů financování ve vztahu

k teoriím kapitálové struktury. Důvodem pro zařazení této kapitoly do textu je jednoznačné definování jednotlivých zdrojů financování, které mohou společnosti v rámci své podnikatelské činnosti používat. Z hlediska teorií kapitálové struktury je pak pozornost zaměřena především na úplatné zdroje financování, které potenciálně mohou ovlivňovat ekonomickou výkonnost společnosti a její platební schopnost. Tyto aspekty jsou v dalším textu zohledněny vyhodnocováním vztahu rentability vlastního kapitálu a běžné likvidity.

Druhá kapitola se zabývá definicí a rozdělením teorií kapitálové struktury. Z teoretického hlediska jsou sledovány různé způsoby dělení teorií kapitálové struktury a také hlavní faktory charakterizující jednotlivé teorie kapitálové struktury. Pozornost je zaměřena na nejvýznamnější studie, které v rámci jednotlivých ekonomických přístupů vznikly a které rozdělily ekonomy z hlediska vnímání řízení kapitálové struktury.

Třetí kapitola tvoří východisko pro empirickou část této studie. Zabývá se determinanty řízení kapitálové struktury. Jde zejména o hlavní aspekty, na jejichž základě je volba zdrojů financování podle jednotlivých teorií kapitálové struktury ovlivňována. Pozornost je rovněž zaměřena na rozdílnost výsledků vlivu determinantů řízení kapitálové struktury z hlediska přístupů již provedených studií.

Empirická studie se zaměřuje na hodnocení vlivu vybraných determinantů na volbu zdrojů financování v podmínkách zemí Visegradské čtyřky ve čtyřech základních oborech podnikání. Pozornost je zaměřena na zpracovatelský průmysl, energetiku, stavebnictví a služby. Důvodem pro rozdělení podniků do čtyř základních oborů podnikání byla především skutečnost, že každý z výše uvedených oborů podnikání reaguje na celkový ekonomický vývoj jinak. Právě tato skutečnost by mohla zkreslovat výsledné hodnoty. Bližší specifikace je uvedena v subkapitole 4.1. V rámci kapitoly 4 jsou také formulovány pomocné hypotézy, které by měly pomoci rozhodnout, zda společnosti v zemích Visegradské čtyřky vykazují jednoznačné znaky dynamických trade off teorií kapitálové struktury. Jsou rovněž vymezeny metody, které jsou použity pro testování formulovaných hypotéz. Hlavními metodami z hlediska testování jsou korelační analýza a panelová regrese. Testování je provedeno pomocí programu Eviews. Podklady pro testování pochází z databáze Amadeus.

1 ZDROJE FINANCOVÁNÍ VE VZTAHU K TEORIÍM KAPITÁLOVÉ STRUKTURY

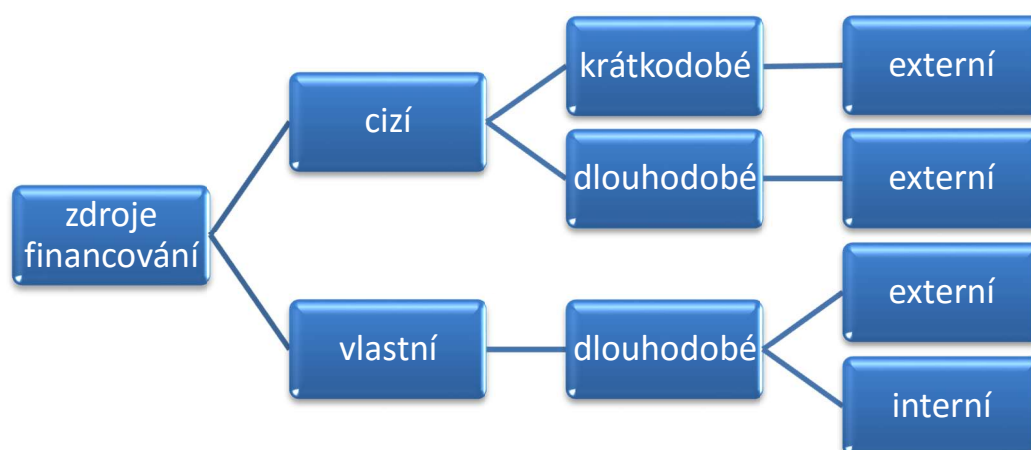
Jedním ze základních problémů finančního řízení podniku je vedle stanovení celkové výše potřebného kapitálu i volba správné skladby zdrojů financování jeho činnosti – to je označováno pojmem kapitálová struktura. Finanční struktura podniku představuje strukturu podnikového kapitálu, ze kterého je financován majetek podniku. Kapitálová struktura bývá v různých pramenech finančních teorií definována jako struktura dlouhodobého kapitálu, ze kterého je financován dlouhodobý majetek. Kapitálová struktura se zabývá především vnitřní skladbou, která je dále ovlivňována technickou podmíněností majetkové struktury podle odvětví či oboru podnikání firmy. Pravidly financování rozumíme řízení vzájemných vazeb složek majetku, zdrojů financování a také vazeb mezi majetkovou a kapitálovou strukturou firmy. Kapitálová struktura má zásadní význam pro kvalitní rozvoj podniku a rovněž podmiňuje jeho zdravý finanční rozvoj.

Existují různé pohledy na kapitálovou strukturu podle zainteresovanosti, nicméně nejpodstatnějšími jsou pohledy věřitelů a akcionářů. U věřitelů platí, že riziko věřitele je tím vyšší, čím vyšší je podíl cizího kapitálu na celkovém kapitálu. Jakmile si podnik stále více půjčuje, vzrůstá riziko neplnění závazků a věřitelé by měli od takovéto firmy požadovat vyšší úrokové sazby. Pohled akcionářů je také důležitý, neboť i oni nesou riziko v závislosti na rozsahu dluhového financování. Čím větší je podíl dluhového financování, tím rizikovější je vklad do podnikání z pohledu majitele společnosti. Nicméně je nutno připomenout, že při vhodném poměru cizího a vlastního kapitálu je možné dosáhnout vyšší výnosnosti.

Finanční systém nabízí širokou škálu různě náročných způsobů financování, přičemž při výběru způsobu financování bývá rozhodující nejen cena, ale také doba splatnosti a riziko daného zdroje financování. Nevhodně zvolený způsob financování a nevhodně zvolené načasování financování může vést k zániku firmy. Při volbě způsobu financování je také důležité respektovat zaměření ekonomické činnosti firmy. Podniky v různých odvětvích a v různých fázích životního cyklu podniku využívají zdroje financování odlišným způsobem. Finanční zdroje jsou vnímány jako jednotlivé zdroje,

ze kterých do firmy přicházejí peněžní prostředky na určité období. Jde o pojem, který má dynamický charakter, neboť úroveň takovýchto prostředků se v čase mění. Rozhodování může být ovlivněno mnoha faktory, nicméně firma má možnost disponovat pouze vlastními nebo cizími zdroji financování, zdroji interními a externími. Základní členění nabízí následující schéma č. 1.

Schéma č. 1 Členění zdrojů financování firem



Pramen: Roubíčková a Růčková (2012, s. 48)

Rozhodování o tom, který ze zdrojů financování bude použit, vyplývá z nastavení vnitřní finanční politiky podniku a z vnějších aspektů, které mohou dostupnost příslušných zdrojů ovlivnit. Aby bylo možné hovořit o kapitálové struktuře, je potřeba vysvětlit jednotlivé druhy zdrojů financování. Další text je proto zaměřen na vysvětlení vlastních a cizích zdrojů financování a také na vysvětlení aspektů rozhodování o pořízení finančních zdrojů.

1.1 Vlastní zdroje financování

Vlastní zdroje jsou jak interní, tak i externí zdroje financování. Vlastní kapitál je z účetního hlediska rozdělen na základní kapitál, kapitálové fondy, fondy ze zisku, výsledek hospodaření z minulých let a výsledek hospodaření běžného období. Základní kapitál, který je externím zdrojem financování, představuje peněžní vyjádření souhrnu peněžních a nepeněžních vkladů společníků do dané společnosti, vytváří se dle obchodního zákoníku a jeho výše se zapisuje do obchodního rejstříku. Kapitálové fondy

představují emisní ážio (rozdíl mezi tržní a nominální hodnotou akcií), dary, dotace, ale také oceňovací rozdíly z přecenění majetku a oceňovací rozdíly z kapitálových účastí. Fondy ze zisku jsou tvořeny zákonným rezervním fondem (ke krytí ztrát a k překonání nepříznivého průběhu hospodaření firmy), nedělitelným fondem a ostatními fondy. Nedílnou součástí vlastního kapitálu je výsledek hospodaření, které je typickou interní složkou. Hospodářský výsledek může pocházet z minulých let, nebo z běžného účetního období. Byl-li vytvořen zisk, pak bývá někdy výsledek hospodaření minulých let označován jako nerozdělený zisk.

Je zřejmé, že vlastní kapitál je zdrojem dlouhodobým, neboť v určité výši existuje po celou dobu trvání společnosti a jednotliví akcionáři nemají právo na vrácení svého vkladu, a to ani ve formě dividend. Ty jsou vypláceny pouze ze zisku a případně z fondů k tomuto účelu určených. Podmínky pro jejich tvorbu jsou stanoveny zákonnými normami země, v níž akciová společnost vyvíjí svou činnost. Emisí běžných akcií se tedy firma nezavazuje k žádnému vyplácení prostředků, pokud o něm valná hromada jako nejvyšší orgán akciové společnosti nerozhodne. Vydání běžných akcií novým akcionářům, ať už se jedná o prvotní emisi při založení korporace či o navyšování základního kapitálu společnosti, s sebou však přináší i nevýhody, spočívající zejména ve zvýšení počtu vlastníků podniku, kteří se podílejí nejen na rozhodování, ale i na zisku společnosti a případně na jejím likvidačním zůstatku. K navyšování vlastního kapitálu může docházet interně (zadržením části nebo celého společností dosaženého zisku) nebo externě (emisí akcií). Pokud se jedná o první emisi akcií, kdy se akcie poprvé dostávají na veřejný kapitálový trh a stávají se tak veřejně obchodovatelnými, hovoříme o primární emisi neboli IPO (Initial Public Offering). Pokud jsou již akcie společnosti veřejně obchodovatelné a dojde k další emisi za účelem získání vlastních finančních zdrojů na veřejném kapitálovém trhu, hovoříme o sekundární emisi SEO (Secondary Equity Offering).

Primární emise akcií je vždy zcela zásadním rozhodnutím, které s sebou přináší celou řadu výhod ale i nevýhod. Mezi klady je možné zahrnout skutečnost, že IPO může emitentovi (emitentem je společnost, která vydává cenné papíry především za účelem získání finančních prostředků na rozvoj svého podnikání) zajistit velkou sumu nového kapitálu pro rozvoj podniku. Veřejně obchodovatelné akcie mohou v ekonomikách s rozvinutým a likvidním kapitálovým trhem s velkým počtem drobných investorů

(kapitálově orientované země) sloužit jako nástroj při akvizici. Emitované akcie mohou být použity také jako motivační prvek top managementu. Pro akcionáře znamená vlastnictví akcií zabezpečenou definovatelnost, dělitelnost a převoditelnost vlastnictví. IPO slouží v mnoha případech též jako reklama korporátních produktů a služeb. (Roubíčková, 2012)

Velmi podstatnou kategorií z pohledu financování při řízení kapitálové struktury je také nerozdělený zisk, který představuje tu část výsledku hospodaření za běžné účetní období, která není použita k jinému účelu. Jeho výše je ovlivněna celou řadou faktorů. Nejvýznamnější je přirozeně velikost generovaného zisku. K dalším faktorům jednoznačně patří:

- sazba daně, která ovlivní velikost odváděné částky,
- dividendová politika, která limituje, zda je možno počítat s určitou částí nerozděleného zisku, případně rozhodnutí valné hromady, které je konečným orgánem rozhodujícím o tom, jaká část zisku zůstane nerozdělena a bude moci být v následujících obdobích použita buď ke krytí ztráty předchozích let anebo k reinvesticím v podniku.

Pokud tedy společnost neviduje neuhrazené ztráty minulých let a má vytvořen rezervní fond, může rozdělovat nerozdělený zisk minulých let v libovolné výši.

Za interní zdroje financování lze považovat odpisy. Z účetního hlediska sice nejsou zaznamenány v rozvaze jako ostatní výše uvedené položky a jsou součástí výkazu zisku a ztráty jako náklady, které jsou daňově uznatelnou položkou. Tvoří ve své podstatě nedluhový daňový štít, který je podstatným kritériem z hlediska rozhodování o kapitálové struktuře. Odpisy jsou peněžním vyjádřením opotřebování hmotného i nehmotného investičního majetku, jsou považovány za interní finanční zdroj, protože zůstávají podniku k dispozici. Z pohledu firmy mají odpisy dvojí funkci: nákladovou a zdrojovou. Funkce nákladová znamená, že pomocí odpisů postupně (několik let, podle zařazení do odpisové skupiny konkrétního dlouhodobého majetku) přenášíme hodnotu dlouhodobého majetku do nákladů. Tím se liší dlouhodobý majetek od oběžného majetku (nákup materiálů, náradí apod.), jehož vstupní cenu může dát podnik celou do nákladů ihned. Odpisy jsou pro podnik zdrojem financí (funkce zdrojová) např. pro

nákup nových strojů, až starým strojům skončí životnost nebo v případě modernizace dlouhodobého majetku. Nicméně nelze je považovat za faktický zdroj financování a svou funkci plní právě v souvislosti s daněmi.

1.2 Cizí zdroje financování

Cizí zdroje kapitálu jsou externím zdrojem financování. Tento představuje dluh společnosti, který musí být v různě dlouhém časovém horizontu uhrazen. Cizí zdroje mohou být, na rozdíl od vlastních, jak dlouhodobé tak krátkodobé. V rozvaze jsou označovány jako závazky, neboť se jedná o prostředky, které si podnik vypůjčil a zavázal se je podle určitých předem stanovených podmínek vrátit. Vzhledem k faktu, že si jej firma zapůjčuje, je zřejmé, že za něj platí úroky a ostatní výdaje spojené se získáváním tohoto kapitálu. Je dobré si uvědomit, že krátkodobý kapitál bývá zpravidla levnější než dlouhodobý a zároveň také, že cizí kapitál je za určitých okolností levnější než kapitál vlastní.

Cizí kapitál se skládá z rezerv, které je možno rozdělit na zákonné a ostatní, dlouhodobých závazků, které obsahují závazky, které v okamžiku, ke kterému je účetní závěrka sestavena, mají dobu splatnosti delší než jeden rok, a odložený daňový závazek; krátkodobé závazky, u nichž jsou u většiny podniků nejpodstatnější položkou krátkodobé závazky z obchodního styku, doplněné ještě o závazky vůči zaměstnancům, sociálnímu zabezpečení a zdravotnímu pojištění. Do stejné kategorie řadíme navíc závazky vůči státu, společníkům a sdružením. Bankovní úvěry a výpomoci zachycují přijaté bankovní úvěry a výpomoci. Bankovní úvěry jsou v tomto ohledu vnímány jako jeden z podstatných externích zdrojů financování. Bankovní úvěry mohou být jak dlouhodobé, tak krátkodobé.

Krátkodobé úvěry, někdy také označované jako provozní úvěry, lze využít na financování krátkodobého nedostatku likvidity, na překlenutí časového nesouladu mezi tvorbou a potřebou finančních prostředků (mezi placením závazků a inkasem pohledávek), na financování provozních potřeb podniku (platba pohledávek či jiných nákladů, nákup zásob včetně předzásobení) apod. Podmínky provozního úvěru bývají opět nastaveny podle bonity podniku a jeho individuálních potřeb. Úvěr tak může být čerpán jednorázově či postupně, formou kontokorentu, revolvingového úvěru či úvěru

se splátkovým kalendářem. Od toho se pak odvíjí i způsob splácení (jednorázově, průběžně došlými platbami na účet, v pravidelných splátkách či v pravidelných anuitách). Může být poskytován jak v podobě krátkodobého úvěru, tak i úvěru střednědobého či dlouhodobého.

Náklady provozního úvěru zpravidla zahrnují:

- poplatek za posouzení žádosti o úvěr,
- poplatky za vedení úvěrového účtu,
- úroky z čerpané částky (úroková sazba bývá stanovena individuálně, zpravidla jako pohyblivá v závislosti na vývoji referenčních sazeb na trhu mezibankovních depozit, bonitě klienta a zajištění),
- závazkovou provizi, pokud je úvěr poskytován formou kontokorentu.

Individuálnost podmínek se projevuje i v požadavcích na zajištění, kdy některé provozní úvěry jsou poskytovány jako nezajištěné, zatímco u jiných banka požaduje zajištění nemovitostí, blanco směnkou avalovanou vlastníky společnosti, pohledávkami z obchodního styku či ručením třetí osobou.

Dlouhodobý, někdy také investiční úvěr má výhradně účelový charakter a bývá poskytován na překlenutí časového nesouladu mezi tvorbou a potřebou finančních zdrojů na investice či přímo na financování investic do zařízení, budov sloužících k podnikatelské činnosti a technologií. Výše úvěru je dána bonitou klienta a zajištěním. Investiční úvěr bývá zajištěn předmětem investice, pokud to jeho povaha umožňuje, případně kombinací ostatních forem zajištění: směnkou, zástavou nemovitého či movitého majetku, pohledávkami, cennými papíry, vklady, ručitelskými závazky, bankovními zárukami či vinkulací pojistných plnění. Podmínky investičního úvěru jsou opět „šité na míru“ podniku a proto umožňují jednorázové či postupné čerpání, vždy na základě doložení investičního záměru, projektové dokumentace, faktur nebo jiných dokumentů prokazujících účel čerpání. Splácení probíhá v souladu se splátkovým kalendářem a může být pravidelné či nepravidelné, dle potřeb podniku. (Růčková, 2008)

Náklady investičního úvěru zahrnují:

- poplatek za posouzení žádosti o úvěr,
- poplatky za vedení úvěrového účtu,

- úroky z čerpané částky (úroková sazba může být stanovena jako fixní nebo variabilní; její výše je individuální a řídí se vývojem referenčních sazeb na trhu mezibankovních depozit, kvalitou podnikatelského záměru, bonitou žadatele o úvěr a kvalitou navrhovaného zajištění).

Dlouhodobé úvěry poskytované bankami jsou nejvýznamnějším zdrojem financování rozvoje podniku. Velikost úvěru a způsob jeho splácení ovlivňují jednak úroky (což je součást finančních nákladů), jednak peněžní toky prostřednictvím splátek úvěru. Celková výše úroků je ovlivněna – velikostí úvěru, úrokovou sazbou, odkladem splátek, dobou splácení, způsobem splácení. Zpravidla je úroková sazba tím parametrem, který je závislý na bonitě uchazeče o úvěr. Ostatní faktory jsou zpravidla odvislé o výsledku jednání podniku s bankou – zejména bude splácení vycházet z plánu peněžních toků. Obecně platí, že čím vyšší úvěr a úroková sazba, čím delší bude odklad splátek a doba placení, tím budou při daném způsobu splácení vyšší i úroky.

Cizím dlouhodobým zdrojem jsou také prostředky získané emisí podnikových obligací neboli dluhopisů se splatností delší nežli jeden rok. Dluhopisy můžeme zařadit mezi tradiční dlužnické instrumenty. V České republice jsou definovány zákonem č. 190/2004 Sb., o dluhopisech ve znění pozdějších zákonů, jako cenný papír, s nímž je spojeno právo jeho majitele požadovat po emitentu dluhopisu splacení dlužné částky ve jmenovité hodnotě a vyplacení výnosu z něj k určitému datu. V listinné podobě mohou v České republice existovat pouze v podobě na řad a jsou tak převoditelné rubopisem. Výhodou oproti zvýšení základního kapitálu a emisí akcií je to, že vlastník dluhopisu se nestává společníkem společnosti. Hlavní výhodou novely zákona o dluhopisech z roku 2014 (č. 137/2014 Sb.) je skutečnost, že byla zrušena povinnost nechat si schválit emisní podmínky i případné změny těchto podmínek Českou národní bankou a dále byl zrušen výčet osob oprávněných vydávat dluhopisy. Důvodem pro tento krok byl mimo jiné fakt, že povinné schválení emisních podmínek dohledovým orgánem se v řadě zemí, mezi nimiž je USA, Německo, Francie, Japonsko nebo Velká Británie, vůbec nevyskytuje. Česká republika se tak pouze připojila ke standardu obvyklému ve vyspělých zemích. Byla odstraněna ještě jedna bariéra, a tou bylo zrušení dohledu České národní banky nad emisemi dluhopisů, k nimž se neuveřejňuje prospekt (tedy tzv. podlimitními, nekótovanými respektive neveřejnými emisemi). To však může do

určité míry také znamenat, že se dluhopisy stanou rizikovějšími, neboť nebudou existovat bariéry pro jejich vydávání a bude záležet na informovanosti potenciálních investorů.

Emitovat obligace má pro společnost smysl tehdy, jestliže má zároveň snahu diverzifikovat zdroje svého financování, potřebu získat velké množství prostředků v krátkém čase, potřebu zajistit si velmi dlouhou dobu splatnosti svého dluhu a snížit tak např. refinanční riziko. V neposlední řadě může být důvodem pro emisi obligací potřeba zvýšit si publicitu a prestiž. S existencí podnikových obligací je spojováno zejména reinvestiční riziko, že průběžně přijímané kupónové platby budou reinvestovány za nižší úrokové sazby. U vypověditelného dluhopisu se objevuje riziko předčasného splacení. K tomuto kroku emitent obvykle přistupuje tehdy, když dojde k výraznému poklesu tržních úrokových měr a on může emitovat nové dluhopisy s nižší kupónovou sazbou (financovat se levněji).

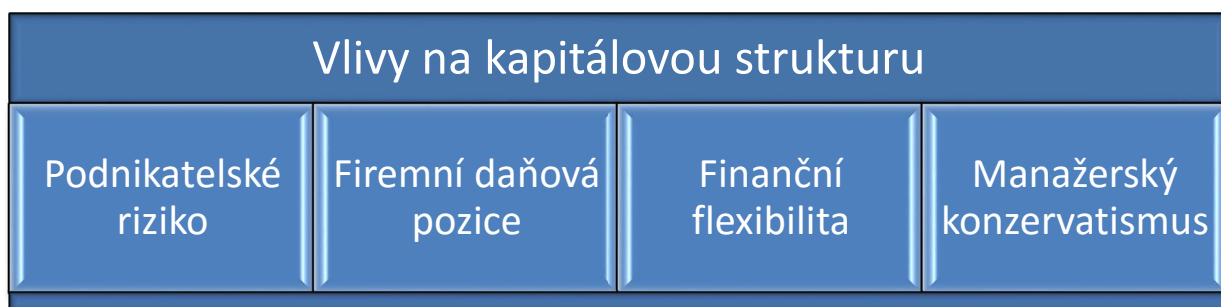
Mnohá aktiva, která firma potřebuje ke své činnosti, nemusí být nutně ihned zakoupena, ale mohou být pronajata. Pronájem aktiv za předem sjednané nájemné je označován jako leasing. Leasing obecně představuje smluvní vztah, prostřednictvím kterého si podnik pronajímá aktivum, které potřebuje ke své činnosti. Český právní řád dokonce zná pouze označení pronájem, resp. pacht. Z hlediska ekonomické a věcné podstaty leasingového vztahu je však nutné velmi striktně rozlišovat, o jaký druh leasingového vztahu se jedná. My se dále budeme zabývat pouze leasingem finančním, který z podstaty může ovlivňovat dlouhodobé fungování firmy. Finanční leasing představuje poskytnutí aktiva k užívání nájemci. Většina práv a povinností spojených s užíváním aktiva rovněž přechází na nájemce, na rozdíl od operativního leasingu, kdy jimi i nadále disponuje pronajímatel. Nájemce je tedy zpravidla povinen aktivum pojistit, zajišťovat na vlastní náklady servis a všeobecně zajistit jeho bezporuchový chod a bezvadný stav. Z tohoto pohledu se vlastně jedná o zapůjčení finančních prostředků na pořízení aktiva či o prodej na splátky ovšem se zcela odlišnými daňovými a účetními dopady. Podle českých účetních standardů leasingová společnost dále zůstává majitelem aktiva, které odepisuje a vede v účetnictví. Podniku se leasingové splátky sice objevují v nákladech, ale samotné aktivum nefiguruje v rozvaze stejně tak, jako zde nefigurují logicky ani zdroje, za které bylo aktivum pořízeno. To je zásadní rozdíl oproti úvěru. Pokud si podnik pořídí aktivum na úvěr, úvěr se stává součástí strany pasiv (dlouhodobé

závazky), aktivum bude součástí majetku a bude podnikem odepisováno (Roubíčková, 2012). Mezinárodní účetní standardy požadují, aby nájemce ve své rozvaze předmět nájmu uvedl, normálně odpisoval a proti tomu postavil závazek splacení. Majetek pořizovaný na leasing tedy figuruje v brutto bázi aktiv společnosti, dokud není vyřazen. To je v souladu s požadavkem mezinárodních účetních standardů, aby leasingové transakce byly zaúčtovány a vykázány v souladu s jejich podstatou a finanční skutečností, nikoliv pouze s právní formou. (Roubíčková a Růčková, 2012) Ačkoliv je leasing významnou kategorií, je také v podmínkách České republiky obtížně dohledatelnou, neboť většina firem účtuje podle českých účetních standardů.

1.3 Aspekty rozhodování o zdrojích financování

Na rozhodování o kapitálové struktuře mají vliv faktory, které jsou uvedeny v následujícím schématu č. 2.

Schéma č. 2 Vlivy na kapitálovou strukturu



Zdroj: vlastní zpracování

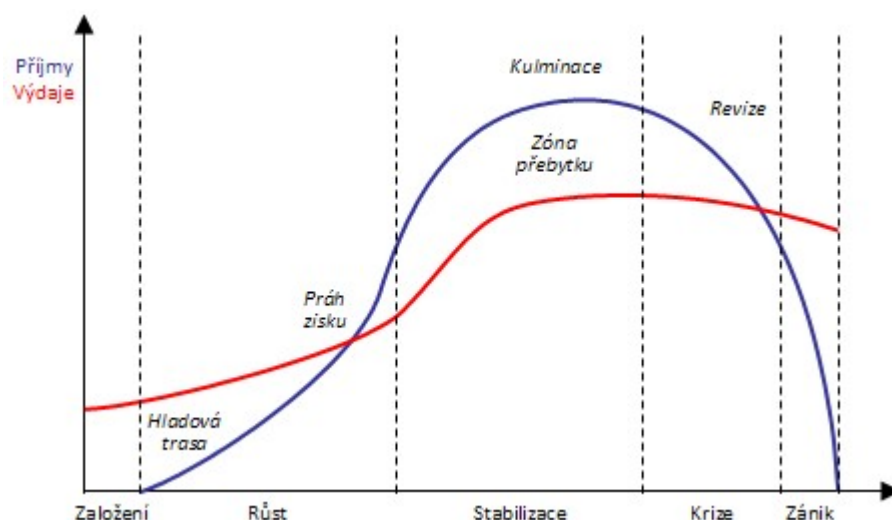
Podnikatelské riziko je spojeno s vlastní existencí firmy v případě, že nevyužívá dluhového financování (vyšší podnikatelské riziko znamená nižší debt ratio). Firemní daňová pozice souvisí s tím, že hlavním důvodem pro využití dluhu je odpočitatelnost úrokového zatížení od daňového základu daně z příjmu, což v konečném důsledku snižuje efektivní náklady cizího kapitálu. Finanční flexibilita vypovídá o schopnosti navýšit kapitál v „rozumném“ čase za nepříznivých podmínek. Nabídka kapitálu je totiž nezbytně nutná pro stabilní provoz. Manažerský konzervatismus a agresivita zase souvisí se schopností manažerů využít cizího kapitálu ve snaze zvýšit zisky. (Roubíčková a Růčková, 2012)

Kapitálová struktura a faktory ji ovlivňující jsou vnímány především v souvislosti s pořizováním investic. Je však vhodné podotknout, že pořízení zejména významnějších investičních celků v hotovosti, tedy z interních zdrojů, může být náročné i pro velmi dobře situované podniky jak z hlediska finanční stability, tak z hlediska možného neúměrného zatížení rentability. To souvisí s řízením finanční struktury, kdy za určitých okolností mohou být cizí zdroje financování levnější a tím i příznivěji ovlivňovat efektivnost podniku. Při zvažování financování v hotovosti by měly být uváženy následující skutečnosti:

- O jakou společnost se jedná (vznikající, již déle existující)?
- Jak odčerpání hotových finančních prostředků ovlivní finanční stabilitu v krátkém i v dlouhém časovém horizontu?
- V jaké fázi ekonomického cyklu se společnost nachází, a tedy jaký se dá očekávat budoucí vývoj podniku nejen z hlediska posuzovaného dílčího projektu?

Odpovědi na jednotlivé otázky by pak v konečném důsledku měly ovlivnit i rozhodnutí o zdrojích financování. Schéma č. 3 níže naznačuje vývoj životního cyklu podniku z hlediska vývoje příjmů a výdajů dle Danny Millera a Peter Friesena. Je však potřeba si uvědomit skutečnost, kterou graf nedokáže zcela objektivně zachytit, a tou je fakt, že podnik v rámci své existence projde některými fázemi i několikrát bez nutnosti zániku společnosti. Vše závisí na vnitřních i vnějších faktorech, které ovlivňují fungování společností. Z toho tedy plyne, že nejen životní fáze podniku, ale také fáze ekonomického cyklu a zařazení podniku do určitého oboru podnikání, správné načasování realizace projektů (investic), konkurenční prostředí podniku, bariéry a míra nasycenosti trhů, na nichž podnik působí, apod. budou ovlivňovat rozhodování o způsobu financování investic. Důvodem, proč je zvažováno pouze financování investic, je skutečnost, že právě investice mohou společnost zatížit natolik, že to může vést až k zániku společnosti v důsledku neúměrných nákladů na podnikatelský proces.

Schéma č. 3 Životní cyklus podniku z hlediska příjmů a výdajů



Zdroj: Schwenker a Spremann (2009, s. 271-277) a Webový portál Management mania [online] [vid. 15. 1. 2015]. Dostupné z <http://managementmania.com/zivotni-cyklus-organizace>

Z hlediska příčiny vzniku finanční potřeby firmy rozlišujeme financování ve dvou variantách – finanční potřeba ve fázi vzniku společnosti (založení a růst v grafu) a finanční potřeba pro rozvoj společnosti (růst, stabilizace, krize). Toto rozlišení je nezbytně nutné zejména proto, že v každé z těchto fází jsou dosažitelné jiné zdroje financování a rovněž jsou i z ekonomických důvodů více či méně preferovány.

Ve fázi vzniku a růstu společnosti existuje nutnost soustředit potřebné množství finančních prostředků v podobě „startovního“ kapitálu. Potřebné množství tohoto kapitálu je závislé na mnoha faktorech. K těm nejdůležitějším patří: obor podnikání, náplň a předpokládaný rozsah činnosti, technická a technologická úroveň podnikání. Všechny tyto faktory jsou velmi specifické a může existovat celá řada odlišností mezi podniky. Hovoříme o počátečním podnikatelském kapitálu, tedy o sumě finančních prostředků vázaných v určitém okamžiku v podnikovém majetku. Jde o finanční strukturu, tedy strukturu všech dostupných zdrojů financování bez ohledu na jejich časový horizont. V této fázi podnikatelského cyklu také nemá cenu hovořit o řízení kapitálové struktury, neboť podniky se zpravidla snaží o získání jakýchkoliv finančních prostředků. Poskytnutí finančních prostředků v této fázi nese celou řadu rizik, se kterými participující subjekty musí počítat. Je to zřejmé i z výše uvedeného schématu č. 3, neboť v rané fázi životního cyklu podniku obvykle výdaje převyšují příjmy, které

plynou z podnikatelské činnosti, a nevznikají tak volné cash flow a zároveň obvykle náklady převyšují výnosy, podniky generují ztrátu (ve schématu č. 3 viz hladová trasa). Na počátku je rovněž velmi obtížné stanovit, jak dlouhý bude časový horizont, v němž bude finanční situace nepříznivá.

Finanční potřeby při rozvoji firmy mají odlišná specifika, neboť i rozvoj může být rozdílný. Budeme-li uvažovat optimální variantu, pak by takovéto firmy měly být schopny vytvářet volné cash flow a také generovat zisk (ve schématu č. 3 viz zóna přebytku). Dá se tedy předpokládat, že za těchto okolností a také z důvodu udržení tržního podílu budou tyto společnosti muset investovat do rozvoje podniku. Z tohoto pohledu může být rozvoj plánovaný nebo spontánní. Plánovaný rozvoj souvisí s budoucí strategií společnosti a ta bude udávat také odlišné nároky z hlediska získávání finančních prostředků. K nejvýznamnějším důvodům v podmínkách České republiky patří využití úspor z rozsahu, což umožňuje snižovat provozní náklady na realizaci produkce. Při plánovém rozvoji se dá očekávat, že se budou podniky snažit o co nejvýhodnější využití zdrojů financování, které jim pomůže k dalšímu růstu hodnoty podniku. Spontánní růst je přirozenou součástí „normálně“ se vyvíjející společnosti, k růstu dochází v důsledku postupného růstu aktivit podniku.

Ať už je společnost v jakékoli fázi svého životního cyklu, stojí z obecného hlediska před dvěma základními typy problémů. První skupina problémů je spjata s otázkou, jakým způsobem je možno opatřit finanční prostředky, které podnik potřebuje ke své činnosti, druhá pak s otázkou, do kterých aktiv a kolik prostředků a za jakých podmínek by podnik měl investovat. Rozhodnutí řešící první skupinu problémů se nazývá finančním rozhodnutím a druhé pak investičním neboli kapitálově rozpočtovým rozhodnutím, přičemž obě jsou spolu vzájemně propojena. Stejně tak jako by měl podnik efektivně investovat a zamýšlené investice hodnotit dle základního požadavku maximalizace tržní hodnoty podniku, stejně tak by měly být hodnoceny i zdroje financování a efektivnost jejich získávání. U tohoto rozhodování jde o hledání optima kombinace zdrojů financování zejména z hlediska potenciálních výnosů a rizika.

Budeme-li uvažovat o tom, zda využít dluhové či vlastní financování, musíme vzít v úvahu následující skutečnosti. Dluhové financování má oproti vlastnímu financování daňově uznatelnou část. Dluh zatěžuje celkovou finanční politiku firmy bez ohledu na

celkové ekonomické podmínky, což se projeví zejména v dlouhém časovém horizontu. A ochota dluhového financování je velmi výrazně ovlivňována právem akcionářů na podíl na likvidačním zůstatku, neboť legislativa v tomto ohledu upřednostňuje práva věřitelů a podíl na likvidačním zůstatku je pouze reziduálním výnosem. Zejména poslední dva zmiňované faktory mohou do značné míry omezovat uvedené pozitivum dluhového financování, kterým je daňová uznatelnost.

2 TEORIE KAPITÁLOVÉ STRUKTURY

Hledání vhodné kombinace vlastních a cizích zdrojů financování vedlo ke vzniku celé řady studií a později i teorií, které se zabývají problematikou optimalizace kapitálové struktury. Vzhledem k tomu, že výzkumy doposud nevedly k jednoznačným doporučením či jednoznačnému optimu, je následující text zaměřen na nejdůležitější teorie a determinanty řízení kapitálové struktury.

Otázkou optimální kapitálové struktury se zabývají ekonomové na celém světě, nicméně kolébkou vzniku teorií kapitálové struktury jsou USA. Základní otázky, které jsou s touto problematikou spojovány, jsou:

- Jak společnosti financují své aktivity, resp. jaká je optimální kombinace dluhu a vlastního kapitálu?
- Které faktory ovlivňují možnosti financování?
- Jak volby zdrojů financování ovlivňují zbytek ekonomiky?

Všechny tyto otázky nemají jednoznačné odpovědi, což je důvodem existence mnoha formulovaných ekonomických teorií zaměřených na kapitálovou strukturu. Weston (1955) v polovině padesátých let tvrdil, že mnozí z těch, kteří se zabývají problematikou podnikových financí z teoretického hlediska, jsou skeptičtí k existenci a funkčnosti teorií kapitálové struktury. Zdůvodňuje to tím, že existuje široká škála finančních rozhodnutí, které musejí být přizpůsobeny vnějším ekonomickým podmínkám, což žádná z teorií nedokáže postihnout. Do rozhodování o použití zdrojů financování vstupují navíc i psychologické aspekty, které se velmi obtížně do modelů zapracovávají a to způsobuje, že rozhodování o zdroji financování může mít více variant řešení podle úhlu pohledu. Zřejmě právě toto tvrzení vyvolalo široké diskuse o této problematice zhruba od druhé poloviny minulého století.

Existuje celá řada způsobů, jak lze teorie kapitálové struktury členit. Podle Myerse (1984, 2001) lze členit teorie kapitálové struktury do tří základních skupin na trade off teorie, teorie hierarchického pořádku a teorie volného cash flow. Jiné členění nabízí Kislingerová (2004), která používá členění do dvou základních skupin na teorie statické a dynamické. Jiné členění pouze na trade off teorie a pecking order teorie nabízí studie Frank a Goyal (2007). Všem třem způsobům členění je v následujícím textu věnována

pozornost, nicméně je potřeba poznamenat, že ani jedno členění není zcela přesné a do určité míry u některých teorií dochází k překryvu v důsledku změn a novinek v přístupu k řízení zdrojů financování podniků.

Teorie podle Myerse (1984) rozděluje poznatky o kapitálové struktuře do základních skupin, tak jak je naznačeno ve schématu níže. Rozdělení právě do těchto základních skupin je zaměřeno na velikost podnikového dluhu a faktory, které tuto velikost ovlivňují.

Schéma č. 4 Členění teorií kapitálové struktury dle Myerse



Zdroj: vlastní zpracování dle Myers (1984, 2001)

Členění vychází z formulací dvou základních hypotéz a v pozdější studii (Myers, 2001) formuloval ještě třetí. **Trade off teorie** (v českém jazyce se vžil i termín kompromisní teorie) stojí na podnikové rovnováze z hlediska daňové úspory z dluhu a nákladů finanční tísně, resp. nákladů mrtvé váhy. Zpravidla se o této teorii hovoří jako o statické teorii, nicméně toto označení se stalo v čase nepřesné, neboť s rozvojem studií se postupně vytvořily základy také dynamické trade off teorie. **Teorie hierarchického pořádku** (pecking order teorie) vychází z faktu, že díky existenci nepříznivého výběru firma primárně využívá pro své financování zadržený zisk, poté dluhové financování a teprve následně se orientuje na získávání dalších vlastních zdrojů financování. **Free cash flow teorie** (teorie volných peněžních toků) vychází ze skutečnosti, že vysoká míra zadlužení zvyšuje efektivnost podniku, i přes nebezpečí finanční tísně, pouze v případě, že velikost provozních cash flow výrazně převyšuje ziskovost investičních příležitostí. Tato teorie je tak určena pouze pro stabilizované a dlouhodobě fungující společnosti.

Jednotlivé teorie jsou charakteristické akcentací rozdílných faktorů. Pokud bychom chtěli stručně shrnout základní faktory jednotlivých teorií, pak u trade off teorie jsou zdůrazňovány daně a jejich vliv na kapitálovou strukturu, u teorie hierarchického pořádku je zdůrazňována dostupnost informací a v důsledku toho informační asymetrie, a u teorie free cash flow je jako hlavní problém akcentován zastupitelský konflikt.

Při výkladu jednotlivých ekonomických teorií kapitálové struktury je na první pohled zřejmé, že jednotlivé teorie odlišným způsobem stanovují faktory, které ovlivňují finanční strukturu. Druhý zřejmý bod je skutečnost, že při posuzování optimální finanční struktury vycházejí z nestejných kritérií, což omezuje jejich vzájemnou komparovatelnost. Podle Myerse (2001) existují nejméně tři klíčové důsledky těchto teorií. Klíčovým důsledkem trade-off teorie je postupné upravování kapitálové struktury vedoucí až k naplnění firemního cíle. Teorie hierarchického pořádku využívá striktní strukturu financování. Free cash flow teorie odvozuje využitelnost cizích zdrojů od vlastního zabezpečení volnými finančními prostředky. Myers (2001) tvrdí, že toto jsou základní rámce, v nichž by měla být kapitálová struktura řízena.

Toto tvrzení má však celou řadu odpůrců, kteří tyto tři skupiny teorií považují za značně omezené. Ideální by přirozeně bylo, kdyby pro řízení kapitálové struktury existoval jediný model, to je však z praktického hlediska nemožné. Různé modely totiž pracují s různými proměnnými a zapracování všech proměnných by znamenalo příliš mnoho omezení. Jiný prezentovaný způsob členění teorií je rozdělení na dvě základní skupiny teorií kapitálové struktury, jak naznačuje schéma č. 5.

Schéma č. 5 Členění teorií kapitálové struktury

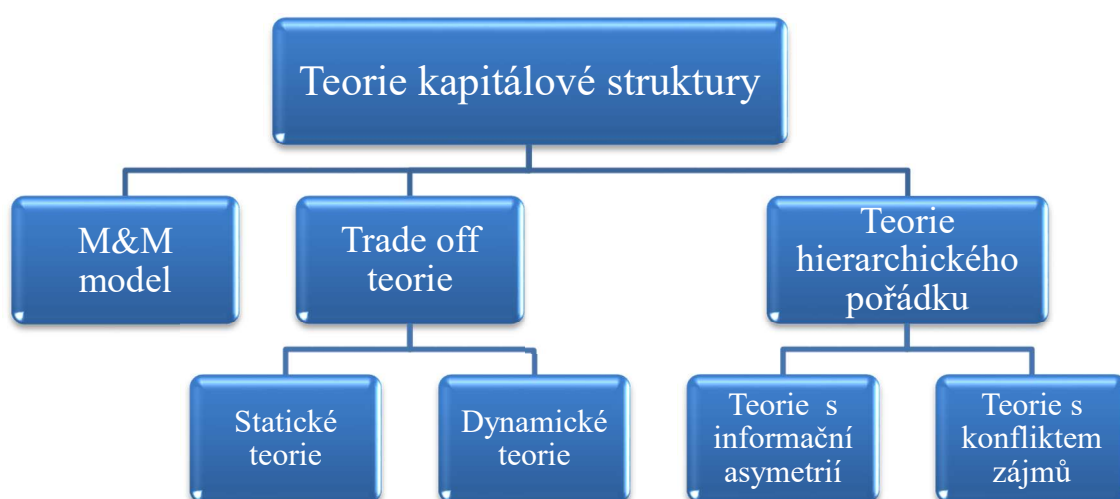


Zdroj: vlastní zpracování

Toto rozdělení vyplývá z faktorů, které jsou vnímány jako relevantní z pohledu řízení kapitálové struktury. Kislingerová (2004) uvádí, že první skupina primárně vychází při hledání optimální kapitálové struktury z obecných ekonomických teorií, kterou aplikuje na zvolený problém a doplňuje ji o empirické zkoumání skutečného chování podniku. První skupinu tvoří statické teorie, k nimž také patří základní teorie Miller-Modigliani, která je v podstatě základem pro vznik všech ostatních teorií a která v průběhu své existence prodělala genezi z hlediska praktické uplatnitelnosti. Dále sem patří tradiční teorie a trade off teorie. Druhá skupina (dynamické teorie) klade empirické zkoumání skutečného chování firem na první místo a doplňuje jej teoretickým zobecněním (Kislingerová, 2004). Vše je v podstatě postaveno na základním vztahu, resp. rozporu mezi optimální kapitálovou strukturou na straně jedné a investicemi společnosti na straně druhé. Každopádně dynamičnost teorií je postavena na průběžné optimalizaci v důsledku měnících se podmínek fungování podniku zejména v dlouhém časovém horizontu.

Poslední způsob členění vychází ze studie Frank a Goyal (2007), kteří přistupují k členění v závislosti na přístupu k cílování jednotlivých teorií. Z tohoto pohledu rozdělují teorie do tří základních skupin tak, jak to naznačuje schéma č. 6.

Schéma č. 6 Členění teorií kapitálové struktury dle Frank a Goyal



Pramen: vlastní zpracování

Členění dle tohoto schématu akcentuje hlavní cíle studií, které byly v tomto ohledu zveřejněny, a respektuje chronologii z hlediska zkoumané problematiky. Charakterové rysy hlavních skupin jsou zachovány. To znamená, že **model Miller a Modigliani** je považován za výchozí z hlediska studií kapitálové struktury a z něj jsou pak rozvíjeny další skupiny teorií. **Trade off teorie** jsou postaveny na hledání kompromisu mezi náklady finanční tísně a úrokovým daňovým štítem (také proto mívají v českém jazyce označení kompromisní teorie). **Teorie hierarchického pořádku** jsou postaveny na předpokladu, že nejziskovější společnosti si půjčují nejméně. Vnitřní členění je pak dáno buď časovým hlediskem (u trade off teorií) nebo problémy z hlediska volby zdrojů financování (teorie hierarchického pořádku)

Většina studií kapitálové struktury vychází z výzkumu postaveného na veřejně obchodovatelných nefinančních podnicích s přístupem na americké nebo mezinárodní kapitálové trhy. Důvodem je zejména fakt, že tyto společnosti mají nejširší nabídku finančních možností a úprava kapitálové struktury tak může být realizována s relativně nízkými náklady. Podstata je vždy zaměřena na cílové zadlužení s ohledem na efektivnost podniku.

I přesto, že výzkum je realizován déle než 50 let, nelze konstatovat, že by studie vedly k jednoznačným výsledkům či závěrům ohledně řízení kapitálové struktury a to ani pro oblast amerického trhu. Výzkum však minimálně došel do fáze, v níž se shodnou všichni, kdož kapitálovou strukturu zkoumají, že významnými faktory z hlediska financování jsou daně, informační asymetrie (nebo také nedostatečnost) a náklady zastupitelského konfliktu. Přesto však je míra ovlivnění kapitálových struktur značně rozdílná, s odlišnou váhou z hlediska hodnocení. Nabízí se také myšlenka, jak je možné, že existuje snaha o řízení či změnu kapitálové struktury, když zdanění, informační asymetrie i zastupitelský konflikt je vnímán v dlouhém časovém horizontu jako konstantní.

Další text se bude zabývat jednotlivými teoriemi, jejich podstatou a nedokonalostmi z hlediska praktické využitelnosti a také jednotlivými faktory, které buď z teoretického, nebo i z praktického hlediska vedou efektivně ke změnám kapitálové struktury.

2.1 Model M&M

Vznikl v roce 1958 a jeho autory jsou Franco Modigliani a Merton Miller (M&M). Před nimi nikdo obecnou teorii kapitálové struktury neformuloval. V té době se jednalo o teorii, která vycházela z velmi restriktivních předpokladů, které byly základem pro správné fungování vztahu mezi finanční pákou a hodnotou akcií podniku. Dodnes však tento model patří k nejvýznamnějším teoriím v oblasti optimalizace kapitálové struktury.

Miller a Modigliani vychází z tvrzení, že každý podnik má určitou sadu očekávaných peněžních toků. Pokud se podnik rozhodne pro určitou úroveň dluhového financování, pak si musí uvědomit, že efekty z podnikatelské činnosti musí být takové, aby nijak neomezily efekty, které jsou realizovány pro akcionáře (investory). Podle nich jde o to, že leverage efekt je měřitelný pouze na úrovni podniku a nemá žádný vliv na tržní hodnotu podniku. Model vychází z těchto předpokladů:

- Jednotlivci i firmy si mohou vypůjčovat za stejnou tržní úrokovou míru, což je nutný předpoklad.
- Neexistuje riziko bankrotu.
- Neexistují žádné transakční náklady nebo jiné bariéry bránící volnému toku informací na trhu cenných papírů.

Tyto předpoklady však způsobují, že v dnešních podmínkách je tento model netestovatelný, neboť ani jeden z předpokladů nemůže být beze zbytku naplněn. Potvrdily to i následné studie (jsou uvedeny dále v textu), které se zabývaly různými omezeními a zjistily, že základní M&M teorém selhává za všech okolností. Nicméně omezíme-li se na skutečnosti, které jsou popsány u výchozího teorému teorií kapitálové struktury, pak za těchto předpokladů platí tři následující tvrzení o optimální kapitálové struktuře:

Tvrzení I – Toto tvrzení stojí na skutečnosti, že pokud by svět fungoval bez daní, nebylo by možné získat zadlužením žádnou finanční výhodu. Nejsou zde uvažovány ani náklady finanční tísně. Tržní hodnota podniku (cena akcií) je nezávislá na jeho kapitálové struktuře a odvozuje se od míry očekávaného zisku na akcii v dané třídě

firem. Danou třídou firem se obecně míní skupina firem s očekávanými shodnými průměrnými zisky na akcii (ziskem je míněn EBIT, což je zisk před úroky a zdaněním). Vše je postaveno na tvrzení, že za jinak stejných podmínek je hodnota zadlužené společnosti přesně stejná jako hodnota jejího nezadluženého protějšku.

$$V_u \equiv S_u = \text{tržní hodnota cenných papírů nezadlužené firmy se rovná tržní hodnotě akcií (vlastního kapitálu) nezadlužené firmy} \quad (1)$$

$$V_L \equiv S_L + B_L = \text{tržní hodnota cenných papírů zadlužené firmy}, \quad (2)$$

kde: S_L je tržní hodnota akcií zadlužené firmy

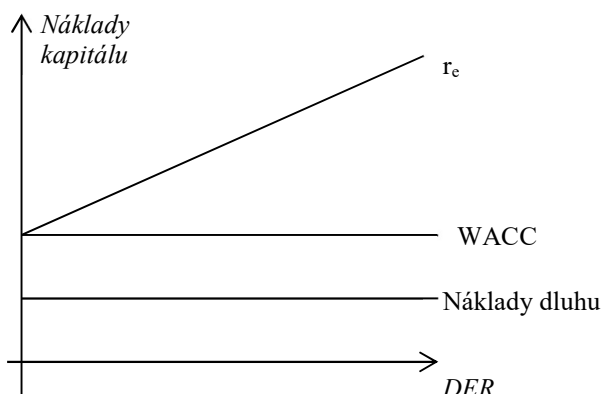
B_L je tržní hodnota obligací (dluhu) zadlužené firmy

$$V_L \equiv V_u \quad (3)$$

Pokud se V_L nerovná V_U , pak by akcionáři nadhodnocené společnosti dosáhli lepší kombinace investic prodejem svých akcií a koupí akcií podhodnocené společnosti, přičemž toto se bude opakovat tak dlouho, dokud nebude opět nastolen rovnovážný stav. Důvodem pro toto chování je skutečnost, že za rovnovážného stavu neexistuje pro akcionáře další impuls pro změnu jejich portfolia.

Model je konstruován pro akciové společnosti a jedná se o zástupce výnosových metod založených na zisku. Funkční je tento vztah pouze za podmínek dokonalých kapitálových trhů. Tržní hodnota podle této teorie nezávisí na struktuře zdrojů krytí aktiv podniku, ale na reálných aktivech a jejich využití. Je možné úplné oddělení investičních a finančních rozhodnutí. Tržní hodnotou firmy se rozumí východisko pro stanovení ceny, za kterou může vlastník svou firmu nebo svůj podíl prodat. Podle této teze je tedy irelevantní, jak jsou finanční zdroje rozděleny, neboť celková suma zůstává stejná, což znamená, že průměrné vážené náklady kapitálu jsou konstantní. V zásadě lze konstatovat, že arbitrážní mechanismu dokonalého trhu vždy způsobuje, že ve stavu rovnováhy nikdy na dlouho nenastal stav, kdy $V_L > V_U$ nebo opačně. Jestliže se V_L musí rovnat V_U , pak hodnota společnosti nezávisí na její kapitálové struktuře.

Graf č. 1 Náklady v modelu Miller Modigliani – tvrzení I. – neexistence daní



Pramen: Miller a Modigliani (1958)

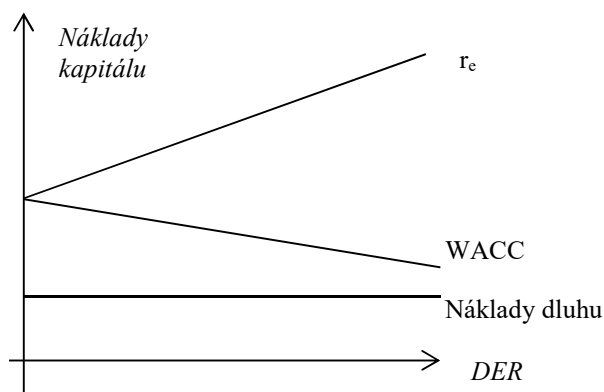
V okamžiku, kdy začneme uvažovat zdanění příjmu společnosti, pak je potřeba rovnici rovnovážného stavu upravit o zdanění.

$$S_L + B_L \equiv V_L = V_U + T_C B_L$$

Při zahrnutí daní (T_c) do tohoto modelu, je následně tvrzení upraveno tak, že hodnotu podniku tvoří součet jeho hodnot při plném akciovém financování a současné hodnoty daňových úspor. Z tohoto stavu vyplývá, že hodnota zadlužené firmy bude vyšší než hodnota firmy nezadlužené.

Tvrzení II – Očekávaná míra zisku (EBIT) na akcii každého podniku dané třídy je lineární funkcí jeho zadluženosti. Roste se zvyšující se zadlužeností. Znamená to tedy, že rentabilita zadluženého podniku se rovná míře výnosu akcií podniku nezadluženého, která je však ještě navýšena o rizikovou prémii závislou na míře zadluženosti. Tato premie je funkcí páky, úrokové sazby a sazby daně z příjmu. Z tohoto tvrzení by se snadno dalo dojít k závěru, že každé zvýšení dluhu s nízkým nákladem bude automaticky zvyšovat průměrnou rentabilitu vlastního kapitálu. To lze za určitých okolností vnímat jako pravdivé tvrzení, ale jen do té míry, než si uvědomíme, že s každým zadlužením zároveň roste riziko pro investory a tím také náklady vlastního kapitálu. S výše uvedeným souvisí ještě jedna formulace tvrzení II. „*Průměrné náklady kapitálu v důsledku úrokového daňového štítu klesají se stupněm zadlužení, a tržní hodnota firmy tedy roste.*“ Toto tvrzení dokumentuje i níže uvedený graf.

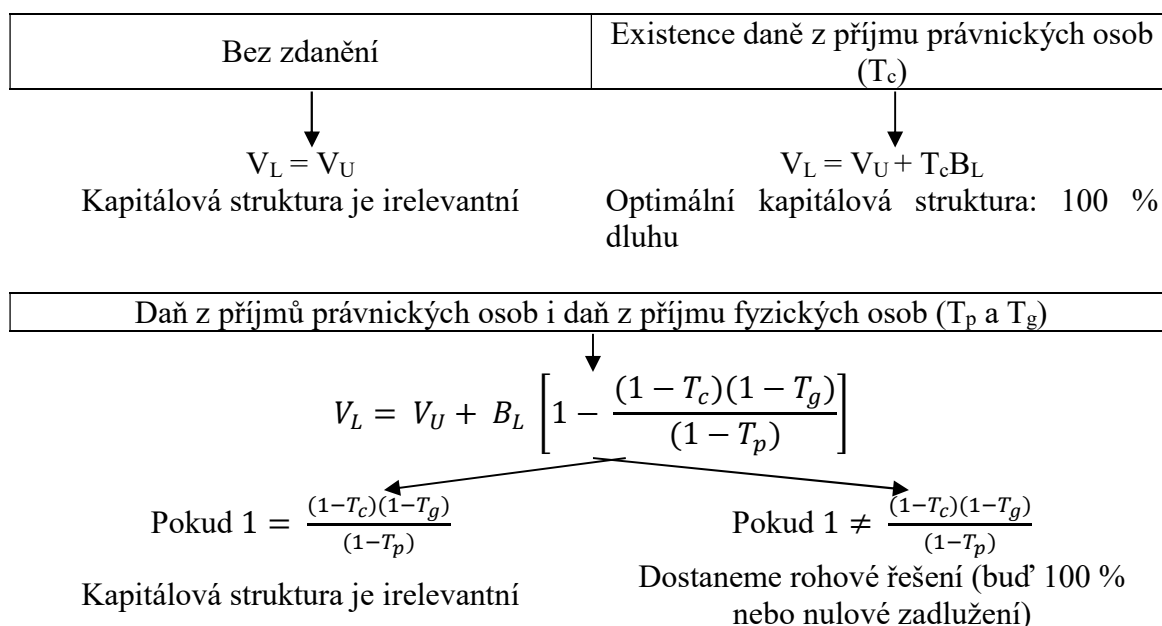
Graf č. 2 Náklady v modelu Miller-Modigliani – tvrzení II. – existence daní



Pramen: Miller a Modigliani (1963)

Budeme-li chtít shrnout hodnotové vztahy plynoucí z obou tvrzení, je možné je naznačit následujícím schématem č. 7.

Schéma č. 7 Schéma hodnotových vztahů dvou základních tvrzení M&M modelu



Pramen: Levy, Sarnat (1999)

První část schématu v podstatě představuje nereálné situace. V první situaci neexistují daně, což v současných poměrech je obtížně akceptovatelný předpoklad, v druhé situaci se zase uvažuje optimální kapitálová struktura na úrovni 100% dluhového financování. Při existenci obou variant daní Arditti (1973), Levy a Sarnat (1999) tedy potvrdili rovnovážný stav mezi zadluženou i nezadluženou firmou. Nicméně ekonomické

důsledky rovnovážného vztahu vedly pouze k rohovým řešením. To znamená, že při platnosti podmínky (5):

$$1 > \frac{(1-T_c)(1-T_g)}{(1-T_p)} \quad (5)$$

nastává situace, při níž je kapitálová struktura optimální při 100 % financování prostřednictvím obligací. Je zřejmé, že se jedná o extrémní řešení, které by se z hlediska realizace reálného financování jen velmi obtížné uplatňovalo. Při tomto rozložení by riziko bylo příliš vysoké. Druhým rohovým řešením (6) je situace, v níž platí:

$$1 < \frac{(1-T_c)(1-T_g)}{(1-T_p)} \quad (6)$$

V této situaci je optimální kapitálová struktura při nulovém dluhovém financování. Tato situace je v praxi snáze dosažitelná, existují společnosti, které dluhové financování nerealizují. Tam, kde se podíl osobních daní a podnikových daní rovná 1, je kapitálová struktura irelevantní.

Jak již však bylo řečeno, s touto problematikou také souvisí efektivnost podniku, takže je možné i z hlediska modelu M&M pojmenovat přesný funkční vztah rentability vlastního kapitálu a finanční páky. V tomto kontextu je potřeba rozlišovat mezi rentabilitou vlastního kapitálu nezadlužené firmy a rentabilitou vlastního kapitálu zadlužené firmy.

ROE – nezadlužené firmy

$$Y_U = \frac{X}{V_U} \quad (7)$$

X je čistý provozní zisk

ROE – zadlužené firmy

$$Y_L = \frac{X - rB_L}{S_L} \quad (8)$$

r je úroková sazba z podnikových obligací, které jsou bezrizikové

Sloučením obou stran rovnice získáme výslednou podobu rentability vlastního kapitálu zadlužené firmy, která nevyužívá rohové řešení ve smyslu 100% využití cizích zdrojů financování.

$$\bar{Y}_L = \bar{Y}_U + (\bar{Y}_U - r) \frac{B_L}{S_L} \quad (9)$$

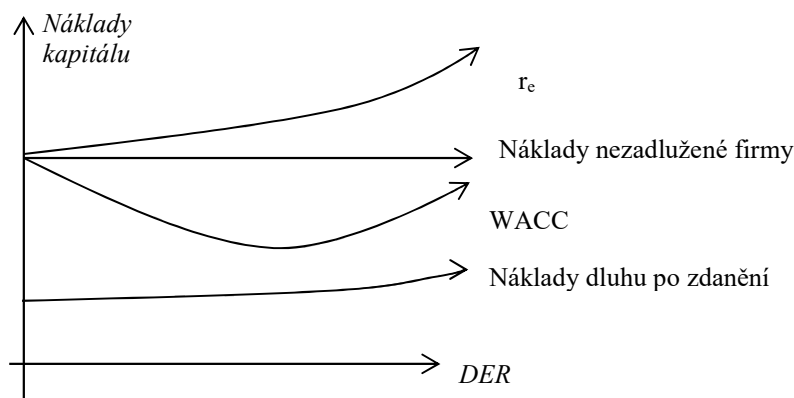
Tato rovnice znamená, že průměrná rentabilita vlastního kapitálu zadlužené firmy se rovná průměrné rentabilitě vlastního kapitálu navýšené o prémii za riziko, která závisí

na míře zadlužení. Čím vyšší bude podíl dluhu na celkovém využití zdrojů financování, tím větší bude riziko investora a tím větší by měla být i požadovaná rentabilita vlastního kapitálu. (Levy, Sarnat, 1999)

Obě tvrzení plynoucí z M&M modelu je možné vyložit následujícím způsobem. Pro tvrzení I. platí, že zvýšení podílu dluhu v kapitálové struktuře podniku nemá vliv na celkovou hodnotu firmy, což znamená, že ani nedochází ke změně ceny akcie. Podle tvrzení II. však zvýšení podílu dluhu v kapitálové struktuře zvyšuje průměrnou rentabilitu vlastního kapitálu. Sloučíme-li obě tvrzení dohromady, pak podle M&M dojdeme k závěru, že každé zvýšení dluhu sice potenciálně zvyšuje rentabilitu vlastního kapitálu, ale zároveň taky zvyšuje investorovo riziko. Jinými slovy řečeno, díky nárůstu investičního rizika musí růst také požadovaná rentabilita vlastního kapitálu.

Tvrzení III – Podniky akceptují investici pouze tehdy, pokud její míra ziskovosti přesahuje očekávanou míru zisku na akcii v dané třídě firem. Důsledkem tvrzení III s daněmi je také skutečnost, že právě řízení kapitálové struktury umožní podniku realizovat i investice s nižším výnosem. V rámci posledního modelu, je navíc uvažováno s náklady finanční tísně (náklady bankrotu), které představují přirozený jev podniků, jež mají příliš vysokou zadluženost. S růstem zadluženosti roste riziko bankrotu, což vede ke vzniku nákladů finanční tísně, které zvyšují od určité míry zadlužení, náklady dluhu. Na základě jejich růstu pak dochází k tomu, že efekty plynoucí z úrokového daňového štítu, jsou těmito náklady dluhu v určité míře pohlceny.

Graf č. 3 Náklady v modelu Miller-Modigliani – tvrzení III.



Pramen: Miller a Modigliani (1963)

M&M provedli svou analýzu optimální daňové struktury v různých prostředích: (i) v prostředí světa bez daní, (ii) v prostředí, ve kterém firmy daně odvádějí a (iii) v prostředí, do kterého zasahují nejen daně z příjmů firem, ale i osobní daně.

- Ve světě bez daní, bez bankrotů nebo nákladů na likvidaci a v prostředí dokonale efektivních kapitálových trhů dokázali, že kapitálová struktura nemá vliv na hodnotu firmy a proto nelze ani určit optimální kapitálovou strukturu firmy. Firmě v tomto případě nezáleží na tom, zda k financování svých investic použijí vlastních či cizích zdrojů.
- V případě, kdy M&M zahrnuli do analýzy zdanění společností, došli k závěru, že optimální kapitálová struktura se skládá téměř výlučně z dluhu.
- Když M. Miller zahrnul do analýzy kromě daní z příjmů společností i daně osobní, dokázal, že v případě několika omezujících předpokladů není hodnota firmy závislá na její kapitálové struktuře. (Kislingerová, 2004, s. 352-355)

Tradiční pohled a trade off teorie jsou reakcí na model M&M. Jsou v mnohém podobné tomuto modelu, odmítají však předpoklad dokonalosti kapitálových trhů při zachování ostatních předpokladů a odvozují z toho existenci optimální kapitálové struktury z hlediska jejího vlivu na hodnotu podniku. Pozornost je zaměřena na minimalizaci průměrných nákladů kapitálu. V podstatě jde o snahu popsat reálné chování finančních manažerů na základě empirických výzkumů. (Levy a Sarnat, 1999)

Ke statickým teoriím se řadí zejména model Mertona Millera a Franca Modiglianiho. Cílem tradičních teorií je zamyslet se nad tím, existuje-li objektivní rovnovážný cílový stav firmy z hlediska vazby mezi jeho tržní hodnotou a zvolenou kapitálovou strukturou a mají-li se firmy snažit v jednotlivých odvětvích o jeho nalezení a zabezpečení prostřednictvím konkrétních finančních rozhodnutí. Podstata tedy spočívá v minimalizaci průměrných nákladů kapitálu. Statické trade off teorie řeší rovnováhu mezi daňovým štítem dluhu a náklady finanční tísně. Důsledkem tohoto vztahu je optimální kapitálová struktura, kterou by se společnosti měly snažit získat a dále udržet.

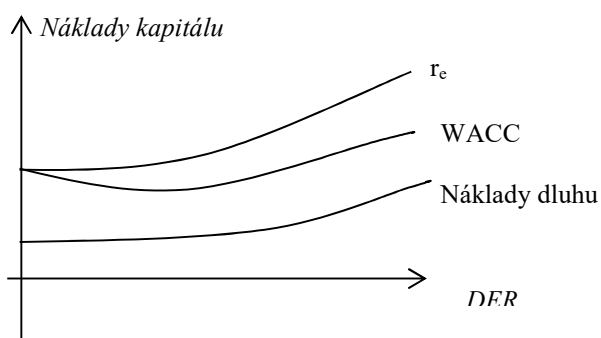
2.2 Trade off teorie

Základem pro zkoumání v rámci těchto teorií je skutečnost, že společnosti neustále vyhodnocují kompromis mezi náklady a výnosy, které plynou z využití pákového efektu. Volba zdroje financování je pak většinou podmíněna vyrovnáním mezních nákladů na pořízení cizího zdroje financování (v těchto teoriích jsou uvažovány pouze obligace) a mezních přínosů z využití dluhového financování. Jsou rozděleny na statické a dynamické podle toho, zda do jejich modelů vstupuje faktor času.

2.2.1 Statické trade off teorie

Představitelé **tradičního pohledu** vidí souvislost mezi reálnou ziskovostí obyčejné akcie a podílem cizího kapitálu na celkových zdrojích podniku. Tvrdí, že reálná ziskovost obyčejné akcie je pouze mírně ovlivněna regulováním dluhu v rámci kapitálové struktury. Reálně ovlivňuje také bohatství akcionáře. Podle celé řady ekonomů a zejména představitelů dynamických teorií (viz kapitola 2.2.2.) má klasický pohled některé nedostatky, které komplikují jeho využití v podnikatelské praxi. První výtkou je obtížná kvantifikovatelnost nákladů dluhu, vlastního kapitálu a průměrných nákladů v závislosti na míře zadlužení. Tedy jak eliminovat chyby, které mohou vzniknout z nesprávného nastavení těchto nákladů. Brealey a Myers (2000) navíc upozorňují, že minimalizace průměrných vážených nákladů kapitálů není totéž, co maximalizace hodnoty firmy. Z toho pramení i další výtka, že orientace pouze na náklady kapitálu vytěsňuje pohled na vliv jiných faktorů, které mohou kapitálovou strukturu ovlivňovat.

Graf č. 4 Grafické vyjádření tradiční teorie z hlediska vztahů nákladů kapitálu

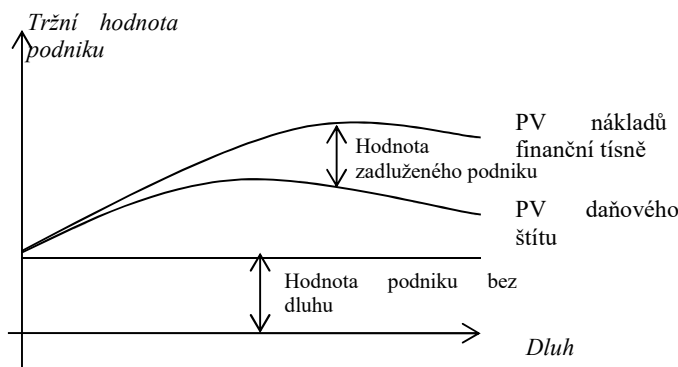


Pramen: Brealey a Myers (2000)

Podle zastánců této teorie je z grafu č. 4 čitelné, že průměrné náklady kapitálu podniku vykazují tvar křivky, kdy nejprve s rostoucím dluhem klesají, dosáhnou minima, a poté se začínají opět zvyšovat. Takovýto vývoj průměrných vážených nákladů kapitálu je dán 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 pocítovat větší finanční riziko a požadují vyšší úrok respektive vyšší zhodnocení kapitálu a průměrné náklady kapitálu stoupají.

Statická trade off teorie, jak již bylo řečeno, je založena na kompromisu mezi úrokovým daňovým štítem a náklady finanční tísně. Nicméně zastánci teorie zároveň tvrdí, že vyvážená struktura mezi daňovou úsporou a náklady mrtvé váhy jsou sice nutnou, nikoliv však postačující podmínkou. To bylo důvodem výše uvedené základní hypotézy v souvislosti se statickou trade off teorií. Snaží se najít optimální rozložení kapitálu, kdy další koruna dluhu přinese daňovou podporu, která vykompenzuje přírůstek nákladů mrtvé váhy. Všechny výklady statické trade off teorie inklinují k tomu, že mezní náklady a mezní přínosy využití dluhu musí být vyvážené. Teorie pracuje s myšlenkou, že podnik by si měl půjčovat do té doby, dokud je mezní hodnota daňového zvýhodnění dalšího dluhu kompenzována zvýšením současné hodnoty nákladů finanční tísně. (Myers, 1984) Tuto situaci zachycuje níže uvedený graf č. 5.

Graf č. 5 Grafické vyjádření trade off teorie z hlediska vztahů k tržní hodnotě podniku



Pramen: Myers (1984)

Původní verze této teorie vyšla z debaty o Miller-Modigliani teorému, resp. z ignorování existence zdanění. V okamžiku, kdy je vytvořena verze, v níž se již se

zdaněním právnických osob počítá (Miller, Modigliani, 1963) a vezmeme-li v úvahu tvrzení, že každé zvýšení dluhu s nízkými pořizovacími náklady bude automaticky zvyšovat průměrnou rentabilitu nákladů, pak by to mělo znamenat, že maximálního efektu je možné dosáhnout při 100% dluhovém financování. Pokud tuto extrémní situaci nebudeme uvažovat, neboť v tomto ohledu musí nutně existovat kompenzace nákladů dluhu a takto vedená společnost by byla bezesporu kandidátem bankrotu, pak by měla platit formulace o optimalizaci kapitálové struktury Krause a Litzenbergera (1973). Ti za optimální kapitálovou strukturu považují takové rozložení kapitálu, v němž je v rovnováze daňová výhoda dluhu a případné náklady bankrotu. Tento model také naznačuje, že snaha o udržení rovnováhy mezi vlastním a cizím kapitálem znamená možnost změny nastavení v případě, že je tržní hodnota firmy vystavena neočekávaným a náhlým výkyvům. Toto se však v reálu jeví jako nereálné. Vše by bylo možné pouze v případě, že by byl dluh zajišťován pomocí emise dlužnických cenných papírů, eventuálně emisí akcií, což je spojeno s relativně vysokými transakčními náklady. Ty také později Myers (1984) označuje za důvod, proč nejsou změny kapitálové struktury tak časté, jak obvykle statické trade off teorie předpokládají.

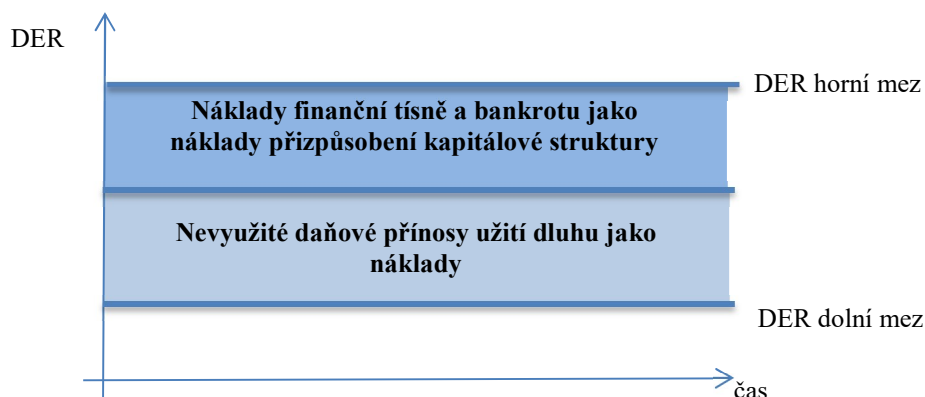
Podle Myerse (1984) by podnik s trade off přístupem k řízení kapitálové struktury měl cílovat hodnotu D/E ratio a k naplnění tohoto cíle směřovat. Toto tvrzení je možné považovat za přinejmenším diskutabilní zejména z empirického hlediska, neboť směřování k cíli je velmi obtížně měřitelnou veličinou. Cíl je v různých studiích stanovován různě a je opřen o rozdílné faktory. Navíc daňové zákony jsou výrazně komplikovanější, než byly dříve a zároveň existují velké rozdíly v jednotlivých zemích. V této souvislosti je také potřeba si uvědomit, že každá ekonomika disponuje svými daňovými zákony a daňová problematika se výrazně zkomplikovala od doby původního studování kapitálové struktury. Formulace daňových zákonů v příslušné zemi vede tedy k odlišnému cílování D/E ratio. Přehled problematiky cílování z hlediska daní nabízí ve své studii např. Graham (2006). Za velmi kontroverzní veličinu Myers (1984) považuje také náklady mrtvé váhy, které vznikají při uplatnění daňového štítu. Kontroverznost spočívá v tom, že nelze nalézt jednoznačné odpovědi na otázky typu: „Jsou náklady mrtvé váhy a náklady konkursu náklady fixní nebo se s potenciálem bankrotu zvyšují? Jsou to náklady trvalé (poškozené dobré jméno společnosti u nákladů finanční tísně) nebo jde o náklady jednorázové?“ Za užitečnou studii lze v souvislosti s náklady

finanční tísně považovat studii Haugena a Senbeta (1978). Poslední kontroverzní částí je úhel pohledu na transakční náklady získání zdrojů financování, které mají nejdůležitější roli při rozhodování o způsobu financování. Tady také vzniká největší nesrovnalost teorie a praxe statických trade off teorií. Teorie praví, že s vyšší ziskovostí roste také zvyšování vlivu daňového štítu, což prakticky nebylo jednoznačně potvrzeno. Právě nesrovnalosti mezi empirickými výsledky a statickými trade off teoriemi, resp. reálnou nedostatečností statických modelů, pracuje ve prospěch užití dynamických modelů, resp. ke vzniku dynamických trade off teorií.

2.2.2 Dynamické trade off teorie

K průkopníkům dynamických kompromisních teorií patří Fisher, Heinkel a Zechner, kteří v roce 1989 vytvořili základní model, ve kterém pro podniky existoval prostor pro odchýlení se od optimalizace kapitálové struktury. Dynamická trade off teorie vychází z toho, že podniky optimalizují kapitálovou strukturu pomocí kontinuálních rozhodnutí, jež se týkají nejen vyvažování daňových zvýhodnění dluhu a potenciálních nákladů finanční tísně, ale také vyvažováním investičních rozhodnutí a nákladů na restrukturalizaci. Na rozdíl od statických teorií mohou u dynamických teorií náklady spojené s úpravami kapitálové struktury způsobit odklon od jejího optima i na delší dobu. Fisher et al. (1989) vyvinuli model, v němž na místo optimální kapitálové struktury zavádějí optimální rozsah kapitálové struktury, v rámci kterého se firma může pohybovat. Základní myšlenkou tohoto modelu je, že firmy nemohou okamžitě korigovat finanční strukturu v návaznosti na změnu hodnoty aktiv. Úspěšnost korekce je měřena náklady na přizpůsobení.

Graf č. 6 Náklady přizpůsobení se v rámci optimálního rozsahu kapitálové struktury



Pramen: vlastní dle Fisher et al. (1989)

Z grafu č. 6 je patrné, že odchýlení od optima má dvě hraniční meze, které se od sebe liší náklady, spojenými s návratem k optimu. Nacházíme-li se v prostoru nad optimem, pak je návrat k němu spojen s náklady finanční tísně a potenciálního bankrotu. Tato situace vyjadřuje, jak je podnik vnímán poskytovateli finančních prostředků a naznačuje zvýšené riziko. S růstem využití cizích zdrojů financování roste riziko věřitelů při poskytnutí takovýchto prostředků. Budeme-li se pohybovat pod úrovní optima, pak se za náklady přizpůsobení mohou považovat nevyužité daňové výhody dluhu. V tomto kontextu jsme již však hovořili i o možnostech jiného využití daňového štítu v podobě nedluhového snížení základu daně pomocí realizace investic do hmotného či nehmotného odpisovaného majetku.

Model Fisher et al. (1989) sice zapracoval do rozhodování dynamiku, ale nenabídl důsledky, které může rozhodování dle tohoto modelu přinášet. Strebulaev (2007) vytvořil dynamický trade off model, který zahrnuje náklady spojené s úpravou kapitálové struktury. Také on ve své studii tvrdí, že optima kapitálové struktury lze dosáhnout pouze tehdy, jsou-li použité zdroje financování posouzeny jako bezrizikové. Strebulaev tvrdí, že právě dynamický kompromisní model může vysvětlit vztah mezi ziskovostí a mírou využití dluhového financování. Růst ziskovosti podle něj vyvolá pozitivní efekt z hlediska hodnoty firmy, neboť se očekává, že i v následujících letech bude růst ziskovosti pokračovat. Pokud je však dluh využíván na špatné úrovni, pak vznikají dodatečné náklady užití dluhu a ty efektivnost přirozeně snižují.

Oba výše uvedené přístupy mají jasně formulované veličiny, nicméně je potřeba si uvědomit, že investiční příležitosti, které se o růst ziskovosti postarají, jsou ovlivňovány nejen vnitřními, ale i vnějšími faktory a tím pádem není rozhodující pouze dostupnost finančních prostředků. I všechny následující studie postupně zjišťovaly, že největším problémem nebo lépe řečeno faktorem pro znovuoobnovení optima kapitálové struktury je právě rychlost přizpůsobení se. Podle DeAngela (2011) nebo Strebulaeva a Whiteda (2012) je „pomalost“ reakce na odchýlení od optima dána dluhovým konzervatismem manažerů společnosti a zejména jejich snahou o zachování finanční flexibility. DeAngelo nad to uvádí, že firmy mají tendenci používat dluh pouze přechodně a nejit až na hranici dluhové firemní kapacity. Podle studie Bancel a Mittoo (2004) dává 91 % finančních ředitelů v tomto kontextu přednost finanční flexibilitě před dosažením optima. Právě tato skutečnost potvrzuje, že dluhový konzervatismus a finanční flexibilita vedou k potvrzení teorie hierarchického pořádku.

Nicméně stejně jako jiné teorie i teorie hierarchického pořádku má kromě svých příznivců, také své odpůrce. Mezi ně patří např. Brennan a Kraus (1987), Noe (1988) nebo Constantinides a Grundy (1989). Podle jejich názoru není pro firmy podstatné, zda financují z vlastních zdrojů či z cizích zdrojů a že možnosti financování mohou být v tom kontextu daleko širší.

2.3 Teorie hierarchického pořádku

Hlavním představitelem teorií je Stewart Myers se svou teorií hierarchického pořádku, neboli asymetrickou informační teorií založenou na empirickém výzkumu Gorgona Donaldsona (1961). Východiskem této teorie je názor, že optimální kapitálová struktura firmy obecně, i konkrétněji v jednotlivých odvětvích v podstatě neexistuje a že snahy o přílišné zobecňování mohou být velmi zavádějící. Každá firma je natolik specifická, že její optimalizační snahy nelze přenášet na jiné firmy. Každá firma přitom průběžně optimalizuje svá finanční rozhodnutí vzhledem k neustále se měnícím specifickým podmínkám svého vývoje. Od toho pochází název dynamická teorie.

Teorie hierarchického pořádku je vysvětlena informační asymetrií mezi manažery a ostatními lidmi. (Kislingerová, 2004) Toto způsobuje rozdílné ocenění vydaných cenných papírů danými skupinami lidí. Proto společnosti preferují vydat cenné papíry

nejméně citlivé na dostupné informace. Pokud potřebují volné finance, nejdříve použijí vnitřní zdroje, následně dluh, a teprve poslední možností je vydání nového vlastního kapitálu. Sleduje pohled firemních manažerů a nikoli zájmy vlastníků firmy. Tato teorie vychází z předpokladu, že společnosti a jejich management preferují využívání interních zdrojů před externími.

Dochází tak k vytvoření jakéhosi hierarchického pořadí využívání zdrojů financování investic od těch nejpreferovanějších po ty nejméně využívané. Níže uvedené schéma č. 8 znázorňuje využití zdrojů financování podle teorie hierarchického pořádku.

Schéma č. 8 Hierarchie využití zdrojů financování podle pecking order teorie



Zdroj: Roubíčková a Růčková (2012)

K nejčastěji využívaným patří interní zdroje financování a teprve potom přichází na řadu externí forma financování. Teorie hierarchického pořádku si jako cíl optimalizace kapitálové struktury neklade stanovení přesně definovaného poměru cizích a vlastních zdrojů. Výše tohoto poměru je více či méně specifická pro každou firmu a odpovídá kumulovaným požadavkům firmy na vnější financování.

Předpokládejme, že existují tři základní skupiny zdrojů financování, které mají firmy k dispozici tak, jak jsou uvedeny ve schématu výše – tedy nerozdělený zisk, dluhové financování a základní kapitál. Z hlediska nepříznivého výběru, který je podstatou této teorie, je nejohroženější skupinou právě základní kapitál, dluh je sice ohroženou skupinou, ale v menším rozsahu, a zadržený zisk není nepříznivým výběrem ohrožen vůbec. Budeme-li dále uvažovat pouze skupiny, které jsou nepříznivým výběrem ohroženy, pak je potřeba v tomto kontextu uvažovat také riziko a s ním spojenou rizikovou prémii. Vyšší úroveň rizikové premie musíme uvažovat u základního kapitálu. To vyplývá z formulace zákonů, které definují pozici vlastníků při nárocích na

podíl na likvidačním zůstatku v případě bankrotu. Vlastníci, resp. akcionáři mají až reziduální (zbytkový) podíl a tudíž přirozeně nesou větší míru rizika. I z tohoto pohledu tedy levnější formou financování zůstává financování dluhové a financování ze zadrženého zisku. V souladu s tím je tedy zadržený zisk využíván tak dlouho, až jeho výše dostatečně pokrývá rozvoj podniku. Firma se při takovém způsobu financování nedostává vůbec do styku s externími investory, s kapitálovým trhem a interní zdroje nevyvolávají emisní náklady (Hrdý, 2008). V případě, že je jeho výše nedostatečná, pak se využívá financování dluhové. Z forem dluhového financování se pak bude volit taková podoba dluhového financování, která bude vyžadovat co nejmenší množství zveřejňovaných informací. Prioritně proto budou využívány bankovní úvěry a teprve následně obligace. Emise akcií se pak považuje za nejméně výhodný způsob získávání kapitálu, protože díky ní vzniká celá řada nepřímých projevů, jako jsou náklady emise, tlak na snížení cen stávajících akcií, nepříznivý dojem na veřejnost aj. (Hrdý, 2008).

2.3.1 Teorie založené na nepříznivém výběru a informační asymetrii

První část studií stojí na podkladech nepříznivého výběru. Myers (1955) zaměřuje svou pozornost na vysvětlení otázky, proč si nejziskovější podniky vypůjčují obvykle nejméně. Je to především proto, že mají dostatek vnitřních zdrojů na pokrytí svých investičních záměrů a tudíž nepotřebují cizí zdroje. Teorie říká, že podniky volí při financování svých potřeb cestu nejmenšího odporu a nesnaží se o nejlepší finanční rozhodnutí. Hodnota firmy dlouhodobě závisí na investičních a provozních rozhodnutích, a finanční rozhodnutí nemají nebo nemusí mít rozhodující význam, jsou jen doplňková. Zdůrazňuje iracionální faktory při určování optimální kapitálové struktury. Firma se nerozhoduje jen na základě posouzení nákladů na vybranou strukturu kapitálu, ale i podle iracionálních očekávání a reakcí okolí. V této teorii neplatí, že firmy mají stejná očekávání při tvorbě kapitálové struktury a že disponují stejnými informacemi, důležitými pro rozhodování.

Základem Myersovy teorie je asymetrie při získávání informací pro rozhodování. K faktorům, které ovlivňují kapitálovou strukturu, patří především daňové zvýhodnění užití dluhového financování, náklady mrtvé váhy na likvidaci společnosti, resp. na její reorganizaci, a finanční tíseň. Dále se k faktorům řadí velikost firmy a struktura majetku, kterým společnost disponuje. Dalším velmi podstatným faktorem, který však

působí z vnějšku společnosti, jsou výkyvy na trzích. Tyto výkyvy společnosti odchylují od jejich primárních cílů a způsobují, že za určitých okolností je vlastní kapitál levnější.

Období vysoké ziskovosti může být spojeno s pasivním hromaděním vlastního kapitálu a nižší hodnota dluhu může být způsobena postojem managementu k dluhovému financování (Harris a Raviv, 1991). V tomto kontextu je nutné uvažovat také o velmi zajímavém paradoxu, neboť na straně jedné, jak tvrdí Myers a Majluf (1984), mají velké firmy větší množství majetku, a tudíž chyby plynoucí z nepříznivého výběru napáchají větší škody. Na straně druhé dle Fama a Frenche (2002), větší a výnosnější firmy více využívají především zadržený zisk, tudíž mají menší podíl asymetrie informací, proto menší důsledky nepříznivého výběru.

Z hlediska této teorie má svou pozici také identifikace faktorů bránících permanentnímu řízení kapitálové struktury. Otázka načasování získávání různých druhů financování vede k domněnce, že pokud neexistuje funkční pákový efekt, pak to znamená, že kapitálová struktura buď nemá vliv na efektivnost společnosti, nebo jsou náklady na změnu kapitálové struktury příliš vysoké. Podle teorie hierarchického pořádku Myers (1984) konstatuje, že informační asymetrie vede ke skutečnosti, kdy by realizace dodatečného financování prostřednictvím majetkových cenných papírů měla být pouze krajní možností. Z tohoto pohledu by při financování investic měly mít primární úlohu reinvestice zadrženého zisku a nástroje dluhového financování. Nicméně, jak tvrdí Hrdý (2011), není 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.

Existuje celá řada studií, které se zabývají ověřováním teoretických aspektů teorie hierarchického pořádku. V zásadě je lze rozdělit do dvou základních skupin. První skupina se zabývá změnami v dluhu (např. Myers, 1999; Frank a Goyal, 2003), druhá skupina se zabývá faktory, které využití dluhu ovlivňují. Hlavními faktory z tohoto pohledu jsou ziskovost, velikost podniku, růst podniku apod. Tuto skupinu reprezentují např. Baskin (1989), Allen (1993) či Adedeji (1998). Většina takto formulovaných

studií interpretuje záporný vztah mezi pákovým efektem a ziskovostí. Tento vztah lze považovat zároveň za základ teorie hierarchického pořádku, ačkoliv i zde je možné najít určitou míru pochybností. Např. Hovakiman et al. (2001) tvrdí, že principiálně jde pouze o odchýlení od cílové úrovně, neboť negativní vztah mezi ziskovostí a pákovým efektem může fungovat pouze tehdy, nedodrží-li firmy z hlediska zdrojů financování výše uvedenou hierarchii. Firmy, které hierarchii dodržují, totiž nemají žádnou motivaci k vyrovnávání účinků ziskovosti a „páky“, neboť považují jakýkoliv výkyv z hlediska pozitivních efektů pouze za krátkodobý.

Je vhodné si také uvědomit, že účinky řízení kapitálové struktury a dodržování hierarchie financování může být rozdílné v různých zemích. Vše bude závislé na organizování finančního systému a jeho rozvinutosti. Nejvíce studií se zabývá analýzami podmínek amerického trhu. K významným studiím je možné řadit v tomto ohledu například studii Taggart (1977). Výsledky jeho studie ukázaly, že kapitálová struktura je velmi proměnlivá a dluhové financování se proměňuje v závislosti na kapitálových výdajích, což naznačuje, že dluh je zpravidla využíván k doladění požadované investice. Kapitálová struktura je tak závislá na dostupnosti interních finančních zdrojů. Taggart dospěl k závěru, že tendence komparovat náklady získání zdrojů financování (transakční náklady) vede firmy k primárnímu využití interních vlastních zdrojů financování. V podstatě tím potvrdil hierarchii využívaných zdrojů financování. Jeho závěry vyplynuly z existence transakčních nákladů a existence asymetrie informací, které zodpovídají za zvyšování nákladů na pořízení externích zdrojů financování. Každopádně je jeho teorie v souladu s definicí o negativním vztahu pákového efektu a ziskovosti.

Teorii Taggarta (1977) rozvinul Baskin (1989), který se rovněž zabýval chováním amerických firem z hlediska získávání podnikových financí. V této studii se tvrdí, že ačkoliv náklady finanční tísně omezují dostupnost dluhu, lze jej z hlediska dostupnosti považovat za elastičtější než emisi cenných papírů. Takže zatímco Taggart (1977) považoval za hlavní faktory ovlivňování kapitálové struktury transakční náklady a informační asymetrii, Baskin (1989) k nim přidal ještě kontrolní aspekty.

Testováním teorie hierarchického pořádku v podmínkách Austrálie se zabývá např. Allen (1993). I on svým testováním potvrdil základní předpoklad. Firmy podle jeho

analýzy mají tendenci dříve, než využijí dluhové financování, vytvořit dostatečnou „rezervu“ v podobě zadrženého zisku, tedy interních zdrojů financování. Také potvrdil, že informační asymetrie a především tržní nedocení kapitálu brání firmám v emisi akcií. K dluhovému financování se obrací firmy v okamžiku, kdy je velikost interních zdrojů financování nedostatečná. Podle Allena firmy stanovují hodnotu dluhu z hlediska řízení kapitálové struktury na základě rozdílu mezi požadovanou investicí a velikostí disponibilního nerozděleného zisku, což je podobný závěr, jaký formuloval Baskin (1989).

Zaměříme-li pozornost na evropské trhy, tak i zde je možné nalézt celou řadu studií. Z hlediska rozvoje teorie kapitálové struktury patří k významným studie Adedeji (1998), která se zabývá analýzou chování podniků při řízení kapitálové struktury ve Velké Británii. V zásadě tato studie vyšla z již dříve známých předpokladů a zahrnuje navíc dividendový výplatní poměr jako faktor ovlivňující hierarchické využití zdrojů financování. Vyšel tedy z myšlenky, že míru možnosti využití interních zdrojů financování do značné míry ovlivní ochota vlastníků vzdát se dividend. Výsledky jasně prokázaly negativní vazbu mezi dividendovým výplatním poměrem a realizovanými investicemi a pozitivní vazbu ve vztahu mezi dluhovým financováním a investicemi. Opět tedy došlo k potvrzení již dříve zmiňovaných výsledků studií, tedy že užití dluhu je do značné míry podmíněno realizovanými investicemi.

Tato studie může být navíc podpořena studií Beattie et al. (2006), kdy bylo v rámci dotazníkového šetření osloveno 831 finančních ředitelů firem, které byly kótovány na burze cenných papírů ve Velké Británii. Ze studie vyplynulo, že 60 % oslovených ředitelů potvrdilo, že při řízení zdrojů financování uplatňují hierarchický přístup a mají tendenci preferovat zadržený zisk jako nejdůležitější zdroj financování. Zároveň však také uvádí, že využití interních zdrojů může být v konfliktu s očekáváními akcionářů. Do nastavení dividendové politiky u takovýchto firem vstupují jako dva hlavní faktory rentabilita podniku a objem investičních příležitostí. Podstata spočívá v hledání kompromisu, který pomůže zvyšovat rentabilitu podniku, a zároveň budou minimalizovány potřeby externího financování. 88 % dotazovaných ředitelů rovněž uvedlo, že velmi pečlivě sledují reakce trhu v případě, že se rozhodnou cizí zdroje financování zařadit.

Ze studie Rasiaha a Peonga (2011) například vyplynulo, že manažeři jsou motivováni k využití cizích zdrojů financování pouze tehdy, když existují investice, které mohou přinést dostatečné zhodnocení. To znamená, že je prioritně sledována čistá současná hodnota investic tak, aby mohly být pro realizaci zvoleny pouze ty, které mohou být výrazně ziskové. Z toho také vyplývá, že se kapitálová struktura takových společností mění v závislosti na velikosti interních zdrojů financování a také v závislosti na investičních příležitostech. To také může mít potenciálně za následek i rozdíly v jednotlivých oborech podnikání. Již dříve uváděný Taggart (1977) dospěl k závěru, že manažeři primárně vyhodnotí nákladovost využití interně generovaných zdrojů a teprve následně začínají zvažovat dluhové financování. V souvislosti s obory podnikání lze také zmínit analýzu Shyam-Sunder and Myers (1999), z jejichž výsledků vyplynulo, že finanční ředitelé také mají tendenci držet strukturu zdrojů financování podobnou hodnotám obvyklým v příslušném oboru podnikání, resp. hodnotám obvyklým na příslušném teritoriu. Dojde-li k výraznému vychýlení, má firma tendenci se znovu přizpůsobit.

Budeme-li chtít zaměřit svou pozornost na mezinárodní komparace z hlediska řízení kapitálové struktury, bychom mohli zmínit například Mayera (1990), který se zabýval zdroji financování v průmyslových podnicích v 8 rozvinutých zemích. Analýza byla prováděna na podnicích z Kanady, Finska, Francie, Německa, Itálie, Japonska, Velké Británie a USA. Význam této studie jednoznačně spočívá v ověření skutečnosti, zda může být uplatňována teorie hierarchického pořádku v různých prostředích z hlediska řízení korporací. Cílem bylo zjistit, zda v angloamerickém systému řízení bude stejný přístup k využití zdrojů financování jako v systému kontinentálně evropském. V této studii byly potvrzeny určité stylizované faktory používané při rozhodování o výběru zdrojů financování a potvrdila také upřednostňování teorie hierarchického pořádku. Výsledky studie potvrdily, že ve všech zemích bez rozdílu systému řízení má většina firem tendenci zadržovat zisk jako interní zdroj financování a ten pak reinvestovat. Podle výsledků analýzy průměrná firma v žádné ze zemí nepovažovala za rozhodující zdroj financování emisi jakýchkoli cenných papírů, to znamená, že nepreferovala emisi ani krátkodobých, ani dlouhodobých dlužnických či vlastnických cenných papírů. Ve všech zemích byla potvrzena také myšlenka, že malé a střední firmy jsou výrazněji závislé na externích zdrojích financování a jsou-li využívány externí zdroje financování,

pak se upřednostňují bankovní úvěry. Znovu je možné konstatovat, že to bylo potvrzeno pro všechny analyzované země, což bylo překvapivé zejména u zemí, jejichž finanční systémy bývají označovány jako tržně orientované (tedy že zdroje financování se získávají primárně na kapitálových trzích). Mayer ve své studii tvrdí, že tato orientace na bankovní úvěry vyplývá zejména z toho, že banky disponují větším množstvím informací o klientech, a tudíž informační asymetrie, která může mezi subjekty vznikat, je nižší ve vztahu banka podnik, než ve vztahu banka investor.

I samotní tvůrci výše uvedených studií však nepatří k jednoznačným příznivcům teorie hierarchického pořádku, protože i oni ve svých analýzách narazili na skutečnosti, které komplikují efektivní uplatnitelnost aspektů pecking order teorie. Například již výše zmiňovaný Adedeji (1998) argumentoval, že není pravda, že by jediným impulsem pro využití cizích zdrojů financování byl nedostatek vnitřních zdrojů pro financování investic. Argument vidí zejména v tom, že za určitých okolností (např. v době ekonomické krize) mohou vnější faktory a zásahy vyvolat impuls k většímu využití cizích zdrojů financování. Vládní zásahy, resp. politiku centrálních bank, považoval za hlavní hybný faktor pro využití dluhu při snižování transakčních nákladů. Zde je to vnímáno jako pobídka k investiční činnosti. Ve studiích Baskina (1989) a Allena (1993) je možno například nalézt tvrzení, že za preferencí interních zdrojů financování nemůžou být pouze transakční náklady. Tvrdí, že vydání akcií může znamenat také ovlivnění pozice manažerů. To může být důvodem pro to, že je tato forma financování zařazována až na poslední místo. Na to navázali i Fama a French (2005), když argumentovali, že v případě emisí akcií nejčastěji nastávala situace, že akcie byly primárně emitovány buď jako zaměstnanecké nebo byly určeny pro stávající akcionáře. Toto je podle nich jasný signál toho, že nejde primárně o řízení kapitálové struktury, ale o udržení stávající kontroly nad řízením podniku.

Další skupina studií se zabývá informační asymetrií v kontextu volných cash flow. Volné cash flow (free cash flow – FCF) jsou definovány jako volné zdroje, které jsou vyprodukovány aktivy a slouží pro všechny majitele pasív, tedy pro úhradu všech závazků věřitelů a následně i pro vyplacení odměny společníkům. Důvodem, proč má význam se jimi zabývat v souvislosti s kapitálovou strukturou, je skutečnost, že tok kapitálu je zpravidla dvousměrný, nejprve od poskytovatele kapitálu k podniku (aktiva spotřebovávají hotovost poskytnutou pasívou) a od podniku zpět k poskytovatelům

kapitálu. Aby bylo možné zajistit obousměrné fungování, je nezbytně nutné, aby vznikala dostatek volných cash flow. V případě záporné hodnoty volných cash flow aktiva spotřebovávají veškerou hotovost, což potenciálně vede k problémům z hlediska hospodaření. (Neumairová et al., 2005)

Za autora a zakladatele teorie volného cash flow je považován M. C. Jensen (1986). Tato teorie uznává rozpory mezi vlastníky (akcionáři) a manažery podniku a tvrdí, že hodnotu podniku může zvyšovat i vysoká míra zadluženosti, která obvykle vede k vyšším nákladům finanční tísně s podmínkou, že její provozní cash flow významně převyšuje potenciální ziskové příležitosti podniku a to z níže uvedených důvodů.

Akcionářům jde především o výplatu zisku, tedy dividend. Dividendy, jak již bylo uvedeno výše, nejsou nákladem a jsou vypláceny z čistého zisku společnosti. Manažeři, tedy lidé, kteří mají zájem mít vysoké dispoziční cash flow a jeho prostřednictvím investovat a rozvíjet společnost, přicházejí výplatou dividend o prostředky, které by mohli investovat. Přichází tedy de facto o své interní zdroje financování. Díky tomu jsou nuceni hledat jiné zdroje na kapitálovém trhu. Sám M. C. Jensen tvrdí, že kdyby se využívaly volné cash flow na financování investic místo na financování dividend, nemuseli by manažeři kvůli hledání finanční náhrady sledovat kapitálový trh. Tím se také snižuje riziko, že přijde-li možnost investice do ziskového projektu, nevznikne problém jej zainvestovat.

Ze samotného názvu teorie volných cash flow i z výše uvedeného vyplývá, že zájmem manažerů je tedy disponovat co nejvyšším kapitálem pro možnost rozvoje společnosti, což umožní maximální růst hodnoty podniku. Co nejvyšší množství kapitálu s sebou přináší i otázku minimalizace průměrných nákladů kapitálu, k čemuž nutí manažery samotný kapitálový trh.

Předmětem této teorie je zejména konflikt mezi vlastníky (akcionáři) a manažery, a to v oblasti vyplácení dividend a nákladů zastupitelského konfliktu spojených s volnými cash flow. Za nejdůležitější konflikt mezi manažery a vlastníky v těchto případech můžeme označit situaci, kdy podnik generuje velmi významné volné cash flow. V tomto případě jde o situaci, kdy akcionáři požadují výplatu části zdrojů podniku, avšak manažeři tímto přicházejí o interní zdroj financování. Tento problém řeší Jensen dvěma

skutečnostmi. První skutečnost je zaměřena na prospěch dluhového financování podniku a snížení agenturních nákladů volného cash flow. Druhá je zaměřena na to, jak může podnik nahradit výplatu dividend a tím získat větší množství volného cash flow.

Manažeři mají kromě možnosti využití vlastních zdrojů také možnost využít zdroje cizí, tedy dluhové financování. Jak již bylo zmíněno výše, dluhové financování (obligace či dluhopisy) je o mnoho levnější než financování vlastními zdroji a to z důvodů již výše uvedených. Tímto řešením, tedy dluhovým financováním si management zajistí, dostatečné cash flow i pro případ nenadálých výhodných investic. Zároveň je zde možnost posunutí odkladu platby s příslibem většího výnosu. Touto možností také dluhové financování předčí dividendy, jelikož akcionáři tento příslib odsouhlasí jen těžko. Využití dluhového financování může být tedy v tomto případě velmi dobrou alternativou či náhradou za vlastní kapitál.

I výše dluhu má samozřejmě svou hranici (náklady finanční tísně, agenturní náklady dluhu, náklady bankrotu) a i tato teorie volného cash flow tedy tvrdí, že existuje jistá optimální kapitálová struktura, tedy poměr cizího a vlastního kapitálu. V teorii volného cash flow je optimální kapitálovou strukturou nazýváno optimum, kdy platí, že se mezní náklady dluhu rovnají meznímu přínosu z tohoto dluhu.

Další úhel pohledu vymezují iž v prvotních pracích Myers a Majluf (1984) prokázali, že pokud není investor stejně dobře informovaný jako manažeři, může to také znamenat, že bude vlastní kapitál nesprávně oceněn na trhu. Pokud by v této situaci existovala povinnost financovat projekt emisí kmenových akcií s podhodnocenou hodnotou a investoři vycítí příležitost realizovat finanční prostředky s vysokou pravděpodobností na úspěch, pak by to pro stávající akcionáře znamenalo čistou ztrátu a byla by určitě tendence vyhnout se takovému projektu i přes pozitivní čistou současnou hodnotu (NPV). V takovém případě by dostala přednost bezpečnější varianta dluhu. Tady informační asymetrie přivedla studii zpět k teorii hierarchického pořádku, tedy ke skutečnosti, že manažeři i vlastníci budou primárně využívat zdroje financování nenáročné na informovanost – tedy prvotně interní zdroje financování, poté cizí zdroje s nižším nárokem na veřejnou informovanost a teprve v poslední řadě emisí obligací a akcií.

Z toho také plynou závěry z Myersovy teorie hierarchického pořádku z hlediska akciových společností. Prvním závěrem je skutečnost, že v okamžiku ohlášení emise akcií zpravidla klesá tržní hodnota stávajících akcií. Financování z interních zdrojů nebo využitím cizího kapitálu je realizováno bez nutnosti tuto informaci zveřejňovat, tudíž využití těchto zdrojů nemá vliv na cenu akcií. Druhý závěr je spojován právě s prioritou využití interních zdrojů financování nebo zdrojů cizích, které jsou získávány za výhodných podmínek. Pro třetí závěr lze nalézt argumenty např. u Korajczyk et al. (1990). Ti tvrdí, že nejlepší období pro realizaci investice je bezprostředně po vydání výročních zpráv nebo po oznámení o velikosti vykázaného zisku. V tu chvíli se negativní důsledek emise akcií neprojeví v plné síle. Posledním důsledkem z hlediska teorie hierarchického pořádku je skutečnost, že firmy s malým objemem hmotných aktiv podléhají daleko častěji informační asymetrii. U těchto společností lze také očekávat, že v průběhu času budou mít tendenci ve větší míře využívat cizí zdroje financování.

Řada autorů se pak zabývala rozvinutím základní myšlenky Myerse a Majlufa, např. Krasker (1986), Narayanan (1988) nebo Heinkel a Zechner (1990). Všichni v podstatě došli ke stejným výsledkům. Narayanan a Heinkel a Zechner získali podobné výsledky jako Myers a Majluf pomocí lehce odlišného přístupu. Ukázali, že když se informační asymetrie týká pouze hodnoty nového projektu, pak může vzniknout problém nadměrných investic, tj. budou přijaté některé projekty se zápornou hodnotou NPV. Firmy, jejichž projekty mají nízkou hodnotu NPV, budou těžit z prodeje nadhodnoceného kapitálu. Modely naznačují, že jestliže firma přijme nový projekt, cena akcií firmy bude růst. Narayanan dospěl k závěru, že firmy, jež mohou vydávat buď dlužnické cenné papíry, nebo vlastní kapitál v podobě emitovaných akcií, vydají dluh nebo odmítnou projekt. Protože je přijetí projekty spojeno s vydáním dluhu, pak informace o vydání dluhu je dobrou zprávou a výsledkem je růst ceny akcií firmy. Významným výsledkem obou prací (Narayanan a Heinkel-Zechner) je, že přijetí nebo odmítnutí projektu je signálem snah řešit optimální financování s ohledem na efektivnost. K myšlenkovému rozšíření došlo pouze v rovině toho, že čím více projektů je realizováno, tím pravděpodobněji může mezi bezpečnými projekty zaniknout i rizikovější projekt, tedy bez důsledku ohledně vyhodnocování potenciální rizikovosti firmy. Jde tedy o specifický druh informační asymetrie.

Podle Lucase a Donalda (1990) je např. informační asymetrie pouze dočasnou záležitostí a firmy mohou vytěžit maximum ze správného načasování přijetí, nebo lépe realizace projektu. Výsledkem je, že firmy usilují o získání maxima kapitálu v době svých maximálních výnosů. Navíc podle Narayanana se s realizací více úspěšných projektů vytváří lepší povědomí o společnosti a i akciový trh bude méně výrazně reagovat z hlediska poklesu akcií.

Některé studie využívají averzi manažerů k riziku pro získání rovnováhy, ve které je stanovena kapitálová struktura. Základní myšlenkou je, že zvýšení pákového efektu umožňuje manažerům udržet si větší podíl na vlastním kapitálu, ten však snižuje manažerský blahobyt v důsledku averze k riziku. Toto snížení blahobytu je však menší pro manažery kvalitnějších projektů. Proto manažeři kvalitnějších firem mohou signalizovat tuto skutečnost tím, že mají ve struktuře zdrojů financování větší podíl dluhů. Teorii založenou na manažerské averzi k riziku se zabývali ve své studii Leland a Pyle (1977). Vzali v úvahu podnikatele, který musí financovat investici z externích zdrojů. Tento podnikatel si vybere podíl vlastního kapitálu a maximalizuje jeho očekávaný užitek. Předpokládají, že částka zvýšená externě je investována do bezrizikového aktiva s nulovou návratností. Dalším předpokladem je, že neexistují žádné nutné investice. Stupeň zadlužení stanovený v modelu Leland a Pyle je celkový dluh vydaný společností a podnikatelem na osobní účet. Stanovili rovnovážnou podmínku $V(\alpha(\mu)) = \mu$, kde $\alpha(\mu)$ je optimální vlastnický podíl podnikatele, pokud jeho očekávaná výnosnost je (μ) , a nastavený výsledek rovný nule. Z této podmínky vyplývá, že rovnováha vlastnického podílu podnikatele roste s firemní kvalitou. Zvýšení očekávané výnosnosti má za následek zvýšení vlastnického podílu. Leland a Pyle odvozují podmínky na parametrech příkladu, který zaručí, že dluh roste s vlastnických podílem podnikatele. Za těchto podmínek mají firmy s větším zadlužením také vyšší podíl vlastního kapitálu ve vlastnictví insiderů a mají vyšší kvalitu.

2.3.2 Teorie založené na morálním hazardu a konfliktu zájmů

Kromě výše uvedených teorií založených na nepříznivém výběru a informační asymetrii existuje celá řada dalších teorií, které se zabývají zejména konfliktem zájmů vlastníků akcií a manažery. Tato problematika se stala předmětem zájmu z hlediska řízení kapitálové struktury již v sedmdesátých letech minulého století. Podstata manažerského

konfliktu z hlediska kapitálové struktury spočívá v tom, že vysoká hodnota úvěrového financování může na jedné straně vést za určitých okolností k růstu rentability akcionářů (z pozice rentability vlastního kapitálu), avšak na straně druhé může vést také k likvidaci podniku v důsledku neúměrného zatížení náklady na pořízení cizího kapitálu. Průkopníky v oblasti zkoumání manažerského konfliktu jsou Jensen a Meckling (1976), kteří navázali na předcházející studii Fama a Millera (1972). Nicméně konflikt zájmů nevzniká jen v rovině manažer x akcionář, ale také v rovině věřitel x akcionář. Z tohoto pohledu existuje mnoho studií, které se konflikty v obou rovinách zabývají. Základní charakterové rysy nejvýznamnější teorií v této oblasti jsou shrnuty v následující tabulce č. 1.

Tabulka č. 1 Porovnání teorií postavených na manažersko-akcionářském konfliktu

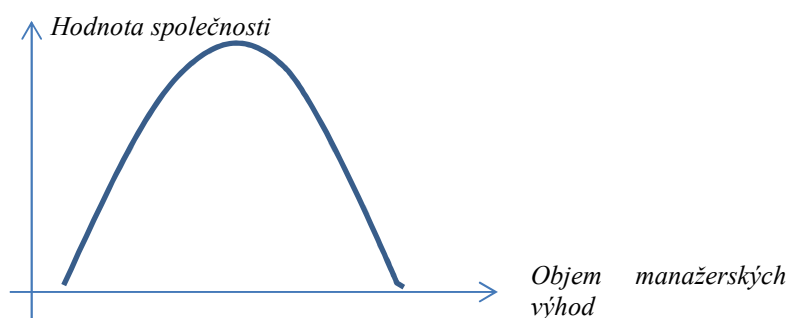
Model	Konflikt	Výhody zadlužení	Nevýhody zadlužení
Jensen a Meckling (1976)	Manažerské výhody	Růst manažerského vlivu	Záměna aktiv
Jensen (1986)	Přeinvestování	Redukce volného cash flow	Nespecifikováno
Harris and Raviv (1990)	Kolaps likvidity	Příklon investorských rozhodnutí směrem k podpoře likvidity	Náklady na získání kapitálu
Stulz (1991)	Přeinvestování	Redukce volného cash flow	Nedostatečné investice v následujících obdobích

Pramen: Harris a Raviv (1991)

Jensen a Meckling Model (1976) identifikují dva základní typy konfliktů. První konflikt je klasický, vznikající v korporacích, jde o konflikt zájmů akcionářů ve vztahu k zájmům vlastníků. Náklady tohoto konfliktu mohou mít různou podobu, k dvěma základním patří náklady na monitoring manažerů, tedy implementace kontrolních mechanismů pro kontrolu manažerského chování. Zde však autoři studie vidí mimo jiné problém v existenci černých pasažérů, kterými jsou podle nich drobní akcionáři. Ti nechávají větší akcionáře monitorovat management bez toho, že by se na této aktivitě podíleli, ale podíl na výsledku – korektním manažerském jednání – jim posléze připadne. Druhou skupinou nákladů jsou náklady na motivační systém pro manažery (ten je zpravidla manažery vyžadován – viz graf č. 7). Za určitých okolností lze konstatovat, že motivační systém se do značné míry může jevit jako prospěšnější, neboť při správném nastavení motivačního systému budou zastupitelské náklady představovat jen zlomek potenciálních výnosů. Je však potřeba si uvědomit, že to má svá omezení a

svůj bod zvratu, kdy už výnosy nejsou generovány v dostatečném rozsahu. K oddálení tohoto zvratu a zajištění efektivnějšího fungování se nejčastěji využívá zainteresování manažera na vlastnění podniku (manažerský podíl na vlastnictví).

Graf č. 7 Vztah hodnoty společnosti a objemu manažerských výhod



Pramen: Roubíčková a Růčková (2012, s. 256)

Jiným úhlem pohledu je i skutečnost, že manažeři stoprocentně neovládají rozhodování o použití zisku, ve svém rozhodování jsou limitováni zájmy akcionářů. Jde zejména o to, že nezůstává zpravidla celý ve firmě k reinvesticím, ale pokrývá zcela přirozeně i nároky akcionářů. Z manažerského pohledu však posilování zadržného zisku vytváří lepší předpoklady z pohledu pořizovacích nákladů kapitálu. Zadržný zisk vytváří efekt podílení se na investici a relativně snižuje riziko věřitelů poskytujících zdroje financování investic. U akcionářů však existuje přirozená obava z neefektivního využití svěřených finančních prostředků, obava z podpory osobních zájmů manažerů – přeměna zisku v „osobní benefity“. Tomuto efektu se většinoví vlastníci brání zainteresovaností manažerů na vlastnictví firmy, a tedy i na případných pozitivních výsledcích z efektivního hospodaření se svěřenými prostředky. Právě tato zainteresovanost do určité míry redukuje manažerský konflikt. Může zde velmi pravděpodobně nastat problém s likviditou a i zde vzniká konflikt. Zatímco při investorské kontrole se rozhodnutí o likviditě činí s dodatečnými náklady na získání relevantních informací k optimálnímu rozhodnutí a chyby vznikají z nedostatečnosti těchto informací, tak při manažerské kontrole vyplývají chyby z hlediska optimální likvidní pozice manažera odpovědného za vlastní chyby. Do rozhodovacího procesu tak vstupuje nejen manažerský konflikt, ale také problém asymetrie informací.

Harris a Raviv model optimální kapitálové struktury je založen na konfliktu mezi případnou likvidací společnosti a vyššími pořizovacími náklady kapitálu. Harris a Raviv

model vychází z předpokladů, že firmy s vyšší likvidační hodnotou a zázemím z hlediska hmotných aktiv a také firmy s nižšími získávacími náklady na kapitál budou ve větší míře využívat dluhové financování s pravděpodobně pozitivním vlivem na jejich tržní hodnotu. Vše samozřejmě vychází z myšlenky, že jakýkoliv pokles hodnoty společnosti z pohledu věřitelů vytváří zvýšené riziko, které se zcela přirozeně projeví ve zvýšení nákladů na pořízení kapitálu. Z pohledu druhé strany, tedy při růstu zadlužení, je potřeba klást důraz na dostatečnou tvorbu likvidních prostředků, což však vede k méně efektivnímu nakládání se svěřeným prostředky. Tento model tvrdí, že likvidita je nejlepší strategií.

Podle Stulze (1991) je optimální kapitálová struktura determinována vyvážením přínosů využití dluhu u očekávaných investic při klesajícím počtu realizovaných investic a nákladů využití dluhu při rostoucím počtu investic. Již Jensen (1986) uvedl, že firmy, které mají dostatek vhodných (dobrých) investičních příležitostí zpravidla v menší míře využívají dluhové financování v porovnání s „dospělými“ firmami a firmami rozvíjejícími se. Nad to Stulz argumentuje, že manažeři nebudou ochotni zvyšovat podíl dluhového financování, pokud nebude existovat hrozba případného převzetí. Firmy s vyšší pravděpodobností převzetí vykazují mnohem vyšší úroveň dluhu než firmy, u nichž taková hrozba neexistuje. Z toho tedy také plyne, že existují-li ve firmě dostatečné investiční příležitosti, budou mít firmy pravděpodobně daleko méně ochotu vyhledávat financování prostřednictvím dluhu a naopak firmy s nízkou úrovní investičních příležitostí budou dluhové financování vyhledávat¹.

V korporaci existuje i jiný typ konfliktu než vlastník versus manažer, který je rovněž nazýván zastupitelským, a to je například konflikt mezi akcionáři a poskytovateli dlouhodobých finančních zdrojů – věřiteli. Zatímco klasický zastupitelský konflikt je typický spíše pro Angloamerický model, konflikt s věřiteli je akcentován spíše v Kontinentálně-evropském modelu. Konflikt vlastník versus věřitel je dán opět existencí rozdílných cílů tentokrátě podnícených rozdílnými typy investice do společnosti. Akcionář vkládá prostředky do základního (případně vlastního) kapitálu společnosti, kdežto věřitel je poskytovatelem závazků společnosti. Rozdílná podstata

¹ Na tomto místě je nutné podotknout, že tato teorie vznikla v prostředí amerického trhu, který má zcela odlišné specifikace než je trh český. V podmínkách České republiky nelze očekávat fungování těchto teorií bez úpravy vstupních předpokladů. Těmi je také vztah finančního systému a kapitálové struktury, který je řešen dále v subkapitole 3.6.

investic následně způsobuje rozdíl v charakteru výnosů. Zatímco vlastník může inkasovat dividendy či kapitálový zisk (nebo vzájemnou kombinaci), který se odvíjí od charakterů a perspektiv projektů, do nichž společnost investovala, věřitel inkasuje „pouze a jenom“ úrokové platby z poskytnutých zdrojů a následně požaduje jejich navrácení. V podstatě mu nezáleží na zvyšování tržní hodnoty společnosti, ale na její stabilitě. Nemá zájem na růstu společnosti, ale na získání požadovaných úroků a inkasu vložených prostředků ve lhůtě jejich splatnosti. Důležitějším faktorem z tohoto pohledu pak bude likvidita společnosti. (Roubíčková a Růčková, 2012)

Z hlediska využití úvěru na investici pak mohou nastat dvě situace. V první situaci se projekt vydaří a je z hlediska efektivnosti úspěšný, pak ovšem pozitivní efekty nesou pouze vlastníci a pro věřitele se situace nemění. V druhé rovině se může stát, že investice selže a toto selhání se může potenciálně i velmi výrazně dotknout věřitelů. Zatímco z vlastnického hlediska je šance jít do rizikovějších projektů i šancí k vyššímu potenciálnímu zisku, z věřitelského hlediska to pouze znamená vyšší potenciální riziko problematického splácení dluhu. Pro věřitele je však obtížné ex-ante předvídat chování vlastníků společnosti. Pokud chování odhadnou správně a dokáží v ceně úvěru riziko reflektovat, pak se pákový efekt užití dluhu sníží. Jinými slovy řečeno, pozitivní dopad využití dluhu na rentabilitu vlastního kapitálu bude nižší, pokud dluh nebude kryt zárukami.

Věřitel definuje „omezení shora“ (*limited up-side*) a preferuje projekty s nižším rizikem (a zákonitě i nižším výnosem), čímž někdy limituje korporaci v rozvoji z pohledu akcionářů. Vlastníci podniku stanovují „omezení zespodu“ (*limited down-side*). Preferují rozvoj podniku při vyšším riziku (a tím vyšším výnosu a rostoucí hodnotě podniku), které někdy není přijatelné pro věřitele. Je-li podnik na cizích dlouhodobých finančních zdrojích závislý, může (ale nemusí) to znamenat, že nenaplnuje svůj potenciál a tím ani cíl. Řešením tohoto konfliktu je vhodná kapitálová struktura a případně úprava práv věřitelů. Ti totiž v případě velkých půjček někdy požadují kromě poskytování informací i například pozici v kontrolním orgánu společnosti. (Roubíčková a Růčková, 2012) Na druhou stranu je však potřeba si uvědomit, že investicemi do bezpečných projektů, jak uvádí např. Diamond (1989), firma ex-ante pečuje o svou dobrou pověst a tudíž má snahu vytvářet dobré povědomí také na základě bezpečných investic.

Diamondův model se zabývá tím, jak je pověst podniku účinná z hlediska zajištění dluhu. Vychází z předpokladu, že existují dva druhy projektů. První je bezpečný s pozitivní čistou současnou hodnotou, a druhý rizikový se zápornou čistou současnou hodnotou. Ten rizikový mívá zpravidla dvě možnosti výsledků – úspěch nebo neúspěch. Zvažujeme, že oba projekty, tedy jak rizikový, tak bezpečný, mají na počátku stejnou počáteční investici, která vzhledem k situaci podniku musí být financována z dluhu. Z hlediska postojů k riziku mohou nastat tři varianty chování podniku: přístup pouze k bezpečnému projektu, přístup pouze k rizikovému projektu nebo přístup k oběma projektům. Vzhledem k prvotním informacím a vlastně i informační asymetrii bude věřitel na počátku přistupovat ke všem stejně, bude tedy pracovat s průměrem. Počáteční výpůjční sazba je tedy pro všechny odvozována od průměru. Firmy s opakujícím se postojem (opakovaná volba bezpečného projektu i za cenu nižší výnosnosti, nebo naopak) budují svou pověst. Bezpečné projekty vedou k uklidnění věřitelů a ti pak snížené riziko promítají ochotněji do ceny úvěru. Naopak u opakujících se nezdarů z rizikových projektů se pověst automaticky promítne do úrokové sazby z úvěrů a efekt páky je vyšší pouze v případě, že rizikový projekt bude zároveň vysoce ziskový a skončí úspěchem. Volba velmi rizikového projektu může být tudíž velmi krátkozraké rozhodnutí, které maximalizuje hodnotu vlastního kapitálu jen ve velmi krátkém časovém horizontu.

Je tedy možné říci, že čím delší je historie firmy a čím delší je její dobrá pověst, tím nižší jsou náklady cizího kapitálu. „Mladé“ firmy s krátkou pověstí budou mít tedy pravděpodobně větší ochotu podstupovat riskantní projekty. Avšak i zde bude platit, že pokud bude jejich volba správná a rizikový projekt bude úspěšný, velmi pravděpodobně bude jejich další volba směřovat k bezpečnějšímu projektu. Je však také možné, že kdyby v Diamondově modelu byly zapracovány nejen náklady na úvěr, ale také výnosy z realizovaných projektů, mohl by i úspěšný rizikový projekt v konečném důsledku přinést lepší výsledky z hlediska rentability vlastního kapitálu i za cenu vyšších nákladů na cizí kapitál.

Podobný pak může být i vztah manažer versus věřitel, neboť manažeři jsou z hlediska jejich vlastní pověsti motivováni k realizaci bezpečných projektů z důvodu jejich osobní pověsti. V tomto ohledu existuje studie Hirshlefera a Thakora (1989). Z jejich studie vyplývá, že vždy existují jen dva možné výsledky – úspěch a neúspěch.

Z manažerského hlediska se však v rovině hodnocení nikdo neptá, jak rizikový projekt byl, ale zda bylo dosaženo úspěchu. Pro akcionáře je v tomto ohledu sice zajímavá a rozhodující očekávaná návratnost, nicméně manažer maximalizuje pravděpodobnost úspěchu. Z tohoto důvodu manažer zpravidla volí bezpečnější projekt, ačkoliv rizikovější by byl pro investora výnosnější.

Dva základní konflikty v korporaci, tedy mezi vlastníkem a manažerem, potažmo vlastníkem a věřitelem, pramení tedy ze samotné podstaty fungování korporace. Ani jeden z konfliktů není sám o sobě hrozbou, dokonce existence věřitelů ve společnosti snižuje možnost manažerů prosazovat své zájmy, neboť věřiteli musí být poskytovány podrobné finanční výkazy a analýzy, takže určité finanční transakce, které by třeba manažer chtěl ve svém zájmu provést, nejsou uskutečnitelné. Hrozbou se tyto konflikty stávají až tehdy, přerostou-li únosnou mez. A jejich řešením je pouze dobře realizovaná správa a řízení korporace (Roubíčková a Růčková, 2012).

2.4 Shrnutí teorií kapitálové struktury

Kapitola 2 vyšla z rozdělení teorií kapitálové struktury na tři základní skupiny podle studie Frank a Goyal (2007). Šlo o členění na M&M model, trade off teorie a teorie hierarchického pořádku. V tabulce č. 2 jsou shrnuty základní teorie kapitálové struktury a jejich hlavní charakteristické rysy a nedostatky, které ze studií a jejich kritiky vyplynuly. Shrnutí do jediné tabulky dává možnost vytvořit si základní přehled o jednotlivých teoriích.

Tabulka č. 2 Vymezení hlavních rysů a nedostatků teorií kapitálové struktury

Teorie	Hlavní rysy	Nedostatky	Hlavní studie
Miller a Modigliani model	M&M I.	Ve světě bez daní zadlužení nepřináší výhody	Nereálnost světa bez daní
	M&M II.	S růstem zadlužení roste očekávaný zisk. Zavedeno zdanění.	Neomezený růst dluhu. S rostoucím dluhem roste i riziko.

Teorie		Hlavní rysy	Nedostatky	Hlavní studie
	M&M III.	Zavádí náklady finanční tísně. Míra ziskovosti musí přesáhnout očekávanou míru zisku na akcii – investice je pak akceptovatelná	Nespecifikováno	Miller a Modigliani (1963)
Trade off teorie	Statické trade off teorie	Kompromis mezi úrokovým daňovým štítem a náklady finanční tísně. Reálná ziskovost je ovlivněna regulování dluhu v rámci kapitálové struktury Neužívá dynamiku.	Obtížná kvantifikovatelnost nákladů dluhu, nákladů vlastního kapitálu a průměrných nákladů v závislosti na míře zadlužení. Teorie je testována na obligacích jako jediné podobě dluhu. Nereálnost teorie při použití bankovního úvěru.	Stiglitz (1973) Kraus a Litzeberger (1973) Hagen a Senbet (1978) Bradley et al. (1984) Myers (1984) Graham (2000, 2006)
	Dynamické trade off teorie	Optimalizace kapitálové struktury pomocí kontinuálních rozhodnutí: • Daňové zvýhodnění dluhu versus náklady finanční tísně • Investiční rozhodnutí versus náklady na restrukturalizaci Optimální kapitálová struktura nahrazena optimálním rozsahem.	Nespecifikováno	Fisher et al. (1989) DeAngelo (2011) Strabulaev a Whited (2012)

Teorie		Hlavní rysy	Nedostatky	Hlavní studie
Teorie hierarchického pořádku	Teorie založené na informační asymetrii a nepříznivém výběru	Nejziskovější firmy si půjčují nejméně. Podniky se nesnaží o nejlepší finanční rozhodnutí, jdou cestou nejmenšího odporu. Dvousměrné fungování toku kapitálu od poskytovatele k podniku a od podniku k poskytovateli je podmíněno nutností existence volných cash flow. Vychází z nesprávného ocenění vlastního kapitálu na základě nedostatečných informací. Preference zdroje financování, k němuž se nemusí poskytovat interní informace. Informační asymetrie se týká pouze hodnoty nového projektu, může vzniknout problém nadměrných investic, tj. budou přijaty některé projekty se zápornou hodnotou NPV. Otázka správného načasování.	Existence vnějších faktorů a zásahů do běžného manažerského rozhodování (např. existence pobídek či politika centrální banky)	Myers (1955, 1999) Harris a Raviv (1991) Frank a Goyal (2003) Taggart (1977) Baskin (1989) Allen (1993) Adediji (1998) Rashiah a Peong (2011) Jensen (1986) Myers a Majluf (1984) Korajczyk et al. (1990)
	Teorie založené na konfliktu zájmů	Vysoká hodnota dluhového financování může vést k růstu rentability akcionářů (z pozice rentability vlastního kapitálu), ale může vést také k likvidaci podniku v důsledku neúměrného zatížení náklady na pořízení cizího kapitálu (tlak na likviditu společnosti) Věřitel definuje „omezení shora“ (omezení rizika) a vlastníci podniku stanovují „omezení zespodu“ (tlak na efektivnost)		Fama a Miller (1972) Jensen a Meckling (1976) Hirshlefer a Thakor (1989) Diamond (1989)

Pramen: vlastní zpracování

3 DETERMINANTY ŘÍZENÍ KAPITÁLOVÉ STRUKTURY

Základní aspekty řízení kapitálové struktury:

1. Existence přínosů a nákladů různých podob kapitálu vede ke snaze efektivního zadlužení.
2. Existence vnějších negativních vlivů při řízení kapitálové struktury vede potenciálně k minimálně dočasnému odchýlení od cílů firmy.
3. Existence faktorů, které brání firmám okamžitě měnit kapitálovou strukturu.

K faktorům, které ovlivňují kapitálovou strukturu, patří především daňové zvýhodnění užití dluhového financování, náklady mrtvé váhy na likvidaci společnosti, resp. na její reorganizaci a finanční tíseň. Dále se k faktorům řadí velikost firmy a struktura majetku, kterým společnost disponuje. Dalším velmi podstatným faktorem, který však působí z vnějšku společnosti, jsou výkyvy na trzích. Tyto výkyvy odchylují společnost od jejích primárních cílů, a způsobují, že za určitých okolností je vlastní kapitál levnější. Období vysoké ziskovosti může být spojeno s pasivním hromaděním vlastního kapitálu a nižší hodnota dluhu může být způsobena postojem managementu k dluhovému financování.

Jak již bylo řečeno, načasování získávání různých druhů financování vede k domněnce, že pokud neexistuje funkční pákový efekt, pak to znamená, že kapitálová struktura buď nemá vliv na efektivnost společnosti, nebo jsou náklady na změnu kapitálové struktury příliš vysoké. Na základě teorie hierarchického pořádku Myers (1984) konstatuje, že v důsledku informační asymetrie by realizace dodatečného financování prostřednictvím majetkových cenných papírů měla být pouze krajní možností. Z tohoto konstatování vyplývá, že podniky by při financování investic měly mít primární úlohu reinvestice zadrženého zisku a nástroje dluhového financování. Z tohoto pohledu bychom měli hledat odpovědi na dvě základní otázky:

- Jak se dluhové financování projeví v ceně výrobků?
- Může dostupnost dluhových forem financování ovlivnit schopnost nebo spíše ochotu investovat?

S těmito otázkami souvisí ještě jedna skutečnost a to je obor podnikání, v němž příslušná společnost realizuje hlavní část své provozní činnosti, neboť ochota investovat také souvisí s technickou a technologickou náročností a konkurencí příslušného oboru podnikání. Čím konkurenčnější je prostředí, tím větší tlak je na realizaci investic, neboť bez investic je udržení tržního podílu obtížné. Podobné vysvětlení souvisí také s technickou a technologickou náročností, neboť při vysoké úrovni vědeckotechnologického rozvoje budou investice znamenat snižování nákladů na realizaci produkce, což může přinést konkurenční výhodu a zvýšit podíl na trhu.

Různé studie v oblasti kapitálové struktury uvádí, že vše velmi výrazně závisí na vyhodnocení výhod a nevýhod dluhového financování. Rozhodující vliv bude mít mimo jiné také struktura majetku, jehož pozice je významná především v období finanční tísně, neboť z věřitelského hlediska představuje záruky financování. Je tedy pravděpodobné, že společnosti s více diverzifikovanými aktivy budou ve větší míře využívat potenciál dluhového financování v návaznosti na zmírnění důsledků případné finanční tísně. Ve většině studií vycházejí při vyhodnocování výhod a nevýhod dluhového financování z regresního modelování. Modely jsou však velmi různorodé z podstaty rozdílnosti vážení závislých a nezávislých proměnných. Obecný tvar regresní rovnice má pak následující podobu:

$$Lev_{it} = X_{i,t-1}\beta + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

Přičemž v této rovnici je pákový efekt prezentován ukazatelem debt ratio nebo debt/equity ratio v dané společnosti (i) a v čase t, tento efekt je pak dán různými charakteristikami, často měřenými v čase t-1 a náhodnou proměnnou. Volba závislé proměnné není zcela jednoznačná. Hledá se odpověď na otázku, zda by mělo být využito dluhového financování podřízeno tržní velikosti společnosti (nejčastěji hledáním WACC). Diskuse u této otázky spočívá zejména v nejistotě, zda je vhodně použita tržní hodnota společnosti, nebo zda by v tomto kontextu bylo lepší využít účetní hodnoty aktiv (např. Titman a Wessel, 1988). Mnoho studií dává přednost právě souměření s účetní hodnotou majetku, neboť použití právě této veličiny je v mnoha ohledech výrazně jednodušší, zejména u manažerského rozhodování (Graham a Harvey, 2001). Welch (2004) konstatuje, že je důležité si uvědomit, že existuje příliš mnoho nejasností

také ohledně skutečnosti, jak má být vyjádřen dluh, tedy zda preferovat vyjádření dlouhodobý dluh/celkový kapitál nebo celkové závazky/aktiva celkem.

V dalším textu se budeme zabývat nezávislými proměnnými, které se používají jako součást průřezových analýz kapitálové struktury. Tyto proměnné jsou považovány za nedokonalé vzhledem ke skutečným základním determinantům kapitálové struktury. Právě problémy endogenity, interpretace proměnných a jejich vztah ke kapitálové struktuře jsou často předmětem všech debat.

Závisle proměnnou veličinou ve vztahu k nezávisle proměnným veličinám lze také označit výnosnost podniku, která bývá podstatou uváděných definic týkajících se kapitálové struktury obecně. Ústřední myšlenkou diskuse, která se vede zejména mezi akademickými pracovníky, je vliv nastavení způsobů financování na velikost generovaného zisku a také zda řízení kapitálové struktury může vést k odchýlení od optimálního cíle společnosti. Tady lze totiž nalézt základní cílový konflikt. Za určitých okolností může být využití cizích zdrojů financování levnější než využití zdrojů vlastních, ale zároveň větší využití dluhu zvyšuje účinnost daňového štítu, což však také vede k snížení účetně vykázaného výsledku hospodaření.

Na druhou stranu je také potřeba si uvědomit, že ziskovost má také souvislost se změnami struktury majetku, neboť růstu ziskovosti lze dosáhnout také optimalizací využití majetku, což může vést ke zlepšení produktivity a tím také k růstu ziskovosti. Stálý majetek je vhodným impulsem pro využití dluhového financování. Z hlediska zajištění konkurenceschopnosti v konkurenčním prostředí je nutné rychlejší dosažení na nové technologie a nejrychlejším způsob dosažení je v tomto ohledu využití cizích zdrojů financování. Z tohoto pohledu by to mělo znamenat, že technologicky náročnější obory podnikání by měly vykazovat vyšší míru zadlužení.

Řízení kapitálové struktury závisí především na současné hodnotě přínosů a výši nákladů dluhového financování. Pozornost proto bude věnována diskusím týkajícím se daňových výhod dluhového financování. Různé studie se pokouší hodnotit vztah mezi daňovým zatížením a velikostí dluhu. Předmětem zkoumání je také skutečnost, zda některé z ostatních nákladů dluhu mohou kompenzovat právě výhodu daňové uznatelnosti nákladů dluhu. Pozornost je zaměřena především na náklady plynoucí

z finanční tísně, náklady neefektivní likvidace, investiční deformace plynoucí z konfliktu zájmů akcionářů a věřitelů. Argumenty se nejčastěji opírají o velikost dlouhodobého majetku, o němž už jsme říkali, že má nejdůležitější roli při posuzování dalšího možného financování, a velikost společnosti.

3.1 Daňová uznatelnost úroků z úvěru

Z teoretického hlediska je nejpodstatnějším efektem použití dluhu daňová uznatelnost úroků z úvěrů. Nebýt tohoto efektu, firmy by generovaly vyšší úroveň zdanitelných příjmů, což by také nevedlo k výrazné potřebě řídit kapitálovou strukturu. Nicméně jakkoliv tento vztah vypadá jednoduše, tak jednoduché to není. Chceme-li porozumět daňové výhodě dluhu, musíme si uvědomit, že každá koruna před zdaněním musí být rozdělena mezi akcionáře (buď ve formě kapitálového zhodnocení, nebo jako dividenda) a ke zdanění pak dochází jednak na úrovni podniku prostřednictvím daně z příjmů právnických osob z výsledku hospodaření společnosti ($1 - \tau_c$), ale také na úrovni příjemců dividend daní z příjmů fyzických osob ($1 - \tau_E$). Naproti tomu u úrokových plateb platí, že jsou daňově uznatelnou položkou a výnosy z úrokových plateb jsou zdaněny pouze jednou na úrovni daně z příjmů fyzických osob ($1 - \tau_p$). Kombinace vlastního a cizího kapitálu může znamenat úsporu na jednu korunu o velikosti $(1 - \tau_p) - (1 - \tau_c)(1 - \tau_E)$.

Tento vztah pak automaticky předpokládá, že každá koruna úrokových plateb může být použita jako daňový štít, nicméně jak poukazuje např. DeAngelo a Masulis (1980) existuje celá řada podniků, pro něž výhoda daňového odpočtu odpadá, neboť vykazují čistou provozní ztrátu. Dá se tedy předpokládat, že firmy vykazující nižší úroveň zdanitelných příjmů budou také vykazovat nižší úroveň dluhového financování.

Již dřívější studie přinesly překvapivé důkazy velmi slabého vlivu tohoto aspektu na rozhodování o využití dluhového financování. Daňová výhoda dluhu se v těchto studiích jevila jako nepřesvědčivá. Například Bradley et al. (1984) přinesli důkazy o tom, že podniky s dostatečnými nedluhovými štíty (zejména odpisy dlouhodobého majetku) mají lepší pákové poměry než ty, které mají nedluhové daňové štíty nižší. Tuto studii potvrzuje i Titman a Wessels (1988), kteří prokázali, že značné nedluhové štíty v podobě čisté provozní ztráty nebo s vysokým objemem investic nemusí mít dostatek

zdanitelných příjmů, aby mohly plně využít výhod daňového štítu. K tomu podotýká MacKie-Mason (1990), že většina podniků raději než dluhový štít využije nedluhový štít v podobě zvýšených kapitálových výdajů. Většinou to vyplývá ze zkušeností podniků s tím, že pokud už zažily ztrátu, pak v době tvorby provozního zisku raději realizují investice, neboť v dalších letech může být znovu realizována ztráta. Studie tvrdí, že daňový štít je z hlediska struktury zdrojů financování využíván pouze tehdy, je-li očekávána změna mezní míry zdanění úrokových odpočtů (MacKie-Mason, 1990, s. 1473).

Ve stejném duchu pokračuje Graham (1996, 2000, 2006), neboť svou pozornost zaměřuje na pokus o kvantifikaci firemní mezní daňové sazby při zohlednění ziskovosti podniku, úrovně daňových sazeb, nedluhových daňových štítů, zrychlených odpisů apod. Ačkoliv se většina studií orientuje na průřezové účinky daní, existují také studie, které zkoumají, zda podniky mění svou kapitálovou strukturu v návaznosti na změny v daňových zákonech. Givoly et al. (1992) zjistil ve své studii, že při výrazné změně daňové sazby např. při The Tax Reform Act v roce 1986 ve Spojených státech amerických, kdy došlo k výraznému poklesu daně z příjmů právnických osob, začaly společnosti ve výrazně nižší míře využívat dluhového financování. Toto opatření bylo nejvýraznější u společností s vysokou mírou rentability. Dalším důkazem z praktického hlediska může být i změna zákona o dani z příjmů v roce 2003 ve Spojených státech amerických. V tomto roce poklesla daň z příjmu fyzických osob (z kapitálových výnosů) na 15%, což mohlo mít potenciálně dva základní účinky. Prvním účinkem mohla být větší ochota vyplácet dividendy, což by mělo za následek výrazné snížení objemu nerozděleného zisku z předchozích období a tím také změnu pákového poměru D/E ratio. Tento účinek zkoumaly například studie Chetty a Saez (2005). Druhý potenciální účinek spočívá v tom, že je potřeba si uvědomit, že snížení daňového zatížení příjmů zvýší atraktivitu vlastního financování, takže vlastně nemusí být zcela jasné, jaký bude výsledný efekt v návaznosti na D/E ratio, neboť to může znamenat jak růst, tak i pokles tohoto ukazatele.

Kromě zdanění podnikového je v kontextu s řízením kapitálové struktury řešena také problematika úrovně osobního zdanění majitelů akcií. Z výše uvedené rovnice vyplývá, že snížení daňové sazby jednotlivých investorů zvyšuje atraktivitu vlastního kapitálu a dluh by měl být méně atraktivní. Navíc je potřeba si uvědomit, že se snížení daňových

sazeb projeví také v nákladech vlastního kapitálu, do nichž se úroveň zdanění přirozeně promítá. Prací, které by se zabývaly touto problematikou (tedy vlivem daně z příjmů fyzických osob), je velmi málo. Jednou z výjimek je Graham (1999), který následoval práci Gordon a MacKie-Mason (1990). Právě výsledky těchto studií naznačily potenciál vlivu osobních daní. Problém osobního zdanění by se v podmínkách České republiky zkoumal jen velmi obtížně. Prvním důvodem je skutečnost, že z pohledu daně z příjmů fyzických osob a jejího vývoje na našem území do roku 2007 byla velikost daně závislá na výši příjmu jednotlivce a od roku 2008 je stabilní úroveň daně stanovena na 15 %. Zkoumání účinku změny daně by tedy bylo problematické. Druhým stejně významným faktorem je pak skutečnost, že jen relativně málo firem vykazuje stabilní dividendovou politiku. Důvodů, proč se v České republice příliš dividendy nevyplácejí, je víc. Tím prvním může být velká neefektivnost vyplácení dividend. Jejich vyplácení je značně drahou záležitostí, dividendy jsou totiž zdaněny vlastně dvakrát. Nejprve je zdaní společnost, protože jsou vypláceny z čistého zisku po zdanění. A pak ještě zaplatí daň příjemce dividendy, který jí dostane zdaněnou 15% srážkovou daní u zdroje. Vyplácení dividendy by navíc ovlivnilo i likvidní pozici společnosti, neboť podnik musí disponovat dostatečným množstvím peněžních prostředků, aby mohly být dividendy vyplaceny. Dalším důvodem nevyplácení dividend je povinnost každé společnosti dodržovat určité základní principy při rozdělování zisku. Minimálně pět procent musí společnost umístit v rezervním fondu. Po přidělení prostředků do rezervního fondu musí společnost rozhodnout, jak dále zisk využije. Buď může být využit ke snížení ztráty z minulých období, nebo je výsledek hospodaření pouze převeden v účetních výkazech do položky nerozděleného zisku. V našich podmínkách se společnosti nejdříve snaží profinancovat investiční příležitosti. Znamená to, že se nejdříve snaží nalézt všechny vhodné a dostatečně ziskové projekty a teprve pokud takové efektivní projekty nemají, vyplácejí dividendy.

3.2 Volatilita peněžních toků

Z teoretického hlediska bychom měli za normálních okolností v souvislosti s volatilitou peněžních toků uvažovat tak, že by společnosti, které se vyznačují vysokou volatilitou peněžních toků, měly využívat nižší míru dluhového financování, neboť jsou z podstaty náchylnější k vyšší pravděpodobnosti finanční tísně. Studie Bradley et al. (1984), Walda

(1999) a Booth et al. (2001) naznačují negativní vztah mezi volatilitou peněžních toků a pákovým efektem dluhového financování, což by výše uvedenou teorii potvrzovalo. Avšak existují i studie s opačnými názory (Toy et al., 1974), resp. s názorem, že vazba mezi těmito veličinami je nevýznamná (Titman and Wessels, 1988). Vyšší volatilita peněžních toků u společností s nižším dluhem vyvolá nižší daňovou povinnost.

Teoretický model Rosse (Ross, 1985) zkoumá vztah volatility peněžních toků a optimálního pákového efektu s důrazem na tržní selhání. Ve svém modelu se zabývá myšlenkou, že jsou-li podniky vystaveny potenciálním konkurzním nákladům v době ekonomické krize, pak by společnosti, které vykazují nižší úroveň zadlužení, měly vykazovat vyšší konkurzní cenu. Jeho teorie potvrdily i následné studie, např. Sugrue and Scherr (1989). I oni potvrdili, že existuje závislost mezi volatilitou cash flow a systematickým rizikem vnějšího ekonomického prostředí na velikost dluhového financování.

3.3 Likvidita podniku

Vzájemný vztah mezi likviditou společnosti a optimálním pákovým efektem, tedy využitím zdrojů financování, je předmětem studií už mnoho let. Likvidita má bezprostřední návaznost na využití cizích zdrojů financování. Je vnímána jako aspekt, který umožňuje lépe se chopit příležitostí u neočekávaných investic, respektive umožňuje společností lépe přečkat nepříznivé obchodní a ekonomické podmínky. Williamson (1988) a Shleifer a Vishny (2001) ve svých studiích tvrdí, že existuje pozitivní vztah mezi likviditou společnosti a využitím dluhu. Naopak Morellec (2001) a Myers a Rajan (1998) tvrdí, že vztah je postaven jako negativní. Pozitivní vztah je vysvětlován myšlenkou, že vysoce likvidní aktiva jsou z pozice nákladů finanční tísně méně efektivní, neboť jejich prodej (vyjma peněžních prostředků) bývá realizován se ztrátou (hovoříme zejména o pohledávkách a zásobách). Avšak nižší hodnota likvidních aktiv zvyšuje riziko neposkytnutí finančních prostředků. Chce-li manažer zvyšovat hodnotu dluhu za výhodných podmínek, musí jej mít kryt dostatečným objemem likvidních aktiv. Likvidita je také vnímána jako aspekt, který umožňuje lépe se chopit příležitostí u neočekávaných investic, respektive umožňuje společností lépe přečkat nepříznivé obchodní a ekonomické podmínky.

Morellec (2001) se domnívá, že likvidita aktiv (tedy schopnost zapojit je do odprodeje majetku při likvidaci) snižuje hodnotu firmy a tím i její dluhovou kapacitu. Tvrdí také, že neúměrná likvidnost aktiv v podniku vede k nedostatečným investicím a problematickému rozvoji podniku. Oproti tomu však Kim, Mauer a Sherman (1998) ve své studii tvrdí, že dostatečná likvidita ex-ante pečuje o dostupnost finančních prostředků v budoucnosti v případě realizace investic. Zkoumali tento vztah na amerických průmyslových společnostech v letech 1975 – 1995. Vysvětlujícími proměnnými pro vztah likvidních aktiv k celkové účetní hodnotě podniku byly růst investičních příležitostí, cash flow a jejich volatilita, zadluženost a riziko bankrotu. Podle jejich studie byl potvrzen pozitivní vztah mezi růstem investičních příležitostí a likviditou. Zároveň však také zjistili, že existuje negativní vztah mezi zadlužeností, resp. s jejím růstem, a firemní likviditou.

Opler, Pinkowitz, Stulz a Williamson (1999) provedli empirickou analýzu rovněž na vzorku amerických nefinančních společností, avšak v delším časovém horizontu od roku 1952 do roku 1994. Došli ke stejnému zjištění ohledně vztahu k růstovým příležitostem, neméně potvrdili také závěr Williamsonovy studie (1988) ohledně pozitivního vztahu mezi zadlužeností a likviditou společností. Podle všech těchto studií je však účinek likvidity pozitivní pouze tehdy, nemají-li manažeři žádnou rozhodovací pravomoc ohledně odprodeje aktiv, což snižuje riziko vyvlastnění majetku. Sibilkov (2007) zjistil, že likvidita zvyšuje náklady manažerského rozhodování a že vliv likvidity aktiv na pákový efekt je podmíněn kombinací zajištěných pohledávek a přímým vztahem mezi účinkem likvidity na nezajištěný dluh. Potvrdil také, že likvidita roste s růstem zadluženosti u vysoce zadlužených firem a firem s nízkým úrokovým krytím a u firem s nízkou hodnotou dlouhodobého majetku, resp. stálých aktiv k hodnotě nesplaceného dluhu.

Rovněž je potřeba si uvědomit, že vyšší likvidita snižuje očekávané náklady finanční tísně u věřitelů a tím umožňuje firmám vyšší zadluženost ex-ante a zvyšuje optimální množství dluhu. Tento pozitivní vztah je v souladu s některými trade off modely kapitálové struktury. Harris a Raviv (1990) tvrdí, že při výběru vhodné úrovně dluhu hledají investoři kompromis mezi současnou situací a budoucí očekávanou situací za podmínek zlepšení efektivity fungování provozní činnosti společností. Likvidita a efektivnost jsou tedy porovnávány s přínosy dluhového financování. Kromě toho

Anderson (2002) tvrdí, že podniky s vysoce likvidními aktivy preferují vyšší míru zadlužení bez změny majetkové struktury. Potvrdil také negativní vztah mezi krátkodobou výpomocí a likviditou v případě, že přichází v době, kdy má firma nedostatek hotovosti. Zaměřil se na komparaci belgických a britských společností a v empirických studiích zjistil, že 25 % belgických společností vykazuje podíl likvidních aktiv nad úroveň 23 %, zatímco ve Velké Británii stejný podíl likvidních aktiv vykazuje pouze 14 % společností.

3.4 Velikost podniku

Vazbu řízení kapitálové struktury a velikosti podniku řeší podobně jako u předchozích faktorů celá řada studií a i zde je možno nalézt rozporuplné názory. Některé z těchto studií deklarují velmi silný vliv velikosti podniku (Rajan and Zingales, 1995), některé však hovoří o nevýznamné nebo velmi slabé vazbě tohoto faktoru na řízení kapitálové struktury (Kim and Sorensen, 1986). Ačkoliv je podle studií vliv velikosti podniku slabší, přesto se nabízejí dvě možnosti vysvětlení vazby.

První vysvětlení se opírá o tvrzení, že velikost podniku je pozitivním faktorem z hlediska dluhového financování. Menší podniky mají fixní náklady na refinancování nepoměrně vyšší než velké podniky, což v praxi vede k tomu, že menší společnosti mají tendenci volit nižší úroveň dluhového financování. Fama a Miller (1982) tvrdí, že informační asymetrie v tomto kontextu pracuje výrazně ve prospěch velkých firem a z tohoto důvodu budou mít větší firmy možnost půjčovat si za výhodnějších podmínek.

Druhé vysvětlení se opírá o skutečnost, že z hlediska řízení kapitálové struktury existuje na velikost podniku jen nepřímá vazba, neboť velikost podniku patří k důležitým faktorům, které ovlivňují cenu, za kterou bude dluh pořizován. Například velké společnosti mají tendenci mít svou podnikatelskou činnost výrazněji diverzifikovanou, a tudíž vykazují nižší volatilitu zisku, peněžních toků a potenciálně i hodnoty podniku. To také znamená, že existuje nižší pravděpodobnost bankrotu nebo finanční tísně, což hovoří ve prospěch dluhového financování (nižší náklady dluhového financování). Zkušenosti z jiných studií ukazují (Shumway, 2001), že velké firmy obecně vykazují menší potenciál bankrotu bez ohledu na úroveň zadlužení společnosti. Četné studie tvrdí, že pravděpodobnost bankrotu je nepřímo úměrná velikosti podniku (např.

Michaelas et al., 1999), proto se očekává, že velikost podniku bude využita ve prospěch dluhu. Tato tvrzení jsou empiricky podporována zjištěními Ferri a Jones (1979) a Kim a Sorensen (1986). Velikost podniku a nízká úroveň vnímání pravděpodobnosti bankrotu může pozitivně ovlivňovat jak velikost, tak i náklady dluhu.

Efekt velikosti podniku může být i opačný v návaznosti na náklady dluhu, čelí-li podnik finanční tísní či bankrotu. Mohou to být čistě technické důvody – větší společnosti jsou těžkopádnější z hlediska realizace investičních plánů z důvodu poškození držitelů obligací, nebo důvody týkající se řízení společnosti – větší společnosti vlastní i více institucionálních investorů a mohou být i pod větším mediálním tlakem. V této souvislosti navíc platí, že v případě ohrožení mají větší společnosti k dispozici větší objem majetku, který mohou potenciálně prodat. Jsou-li dobře podnikatelsky diverzifikovány, pak se tomuto prodeji mohou vyhnout, neboť efekt z odprodeje ve finanční tísní je nižší. V tomto kontextu jsou velké firmy obecně vnímány jako stabilnější, s menší pravděpodobností bankrotu a tím i z pohledu úvěrového za méně rizikové s průkaznějšími účty. Podle Faulkendera a Petersena (2006) mohou mít velké společnosti ve své kapitálové struktuře větší podíl dluhu jen proto, že mají k dluhovému financování lepší přístup. Jejich studie prokázala, že velké firmy využívají až o 35 % více dluhového financování. Ve studii je identifikována řada faktorů pro hodnocení vybraných podniků z hlediska pákového efektu. Jedním z faktorů je „viditelnost“ nebo významnost společnosti na kapitálových trzích, což investičním bankám usnadňuje rozhodování o bezpečném umístění zdrojů, neboť součástí studie byly společnosti obchodovány na NYSE a byly součástí Indexu S&P nejméně tři roky. Toto jsou však výsledky, které vycházejí z reality amerických trhů. Pro celou řadu zemí v Evropě by byly aspekty studie obtížně akceptovatelné, protože orientace na bankovní trh při primárním získání finančních prostředků staví velikost firmy do mírně odlišné pozice. Evropa je obecně více přikloněna k dluhovému financování, které je dostupné i pro menší společnosti, i když je možná polemika o nákladech na dluh.

3.5 Stálá aktiva versus finanční tíseň

Zkoumání vlivu objemu dlouhodobého majetku ve vlastnictví podniků na míru využití cizích zdrojů financování vychází ze dvou základních aspektů. Prvním aspektem je stabilita a image společnosti, kde se předpokládá, že dostatečným objemem především

hmotného dlouhodobého kapitálu disponuje zavedená společnost dbající o svůj rozvoj. Druhým aspektem je záruka. Dlouhodobý majetek je vnímán v rámci finančního systému orientovaného na bankovníctví jako záruka pro případ problémů, které mohou potenciálně nastat v době trvání vztahu banky a věřitel. I přes tyto dva základní a poměrně jednoznačné aspekty vznikla celá řada studií, které se tímto vztahem zabývají a které je buď potvrzují, nebo vyvracejí.

Velmi často je možné se setkat se závěrem, že mezi D/E ratio a poměrem dlouhodobého majetku na celkových aktivech (SAA) existuje pozitivní korelace. I tento vztah řešily v minulosti mnohé studie různých autorů, např. Marsh (1982), Hart and Moore (1994). Podstata spočívá zejména v hodnocení věřitelského rizika, které je díky hmotnému majetku zmírněno, a tudíž existuje větší ochota cizí zdroje poskytovat. To však vyvolává u stálých aktiv ještě jednu otázku, zda stejnou pozici má i nehmotný majetek. Odpověď v tomto směru není úplně jednoduchá, nicméně stručně vyjádřeno jeho hodnota v době finanční tísně či konkurzu klesá výrazněji než u hmotného majetku. Tato skutečnost pak bude jednoznačně znevýhodňovat podniky, jejichž majetek je významněji tvořen oběžnými aktivy nebo aktivy nehmotnými, neboť tyto společnosti v době finanční tísně neskýtají téměř žádnou záruku. Tyto společnosti by tak logicky měly mít ve své kapitálové struktuře zahrnuty převážně vlastní zdroje financování, což však na druhou stranu popírá logiku vyváženosti zdrojů a majetku (z vlastních zdrojů by měl být primárně financován dlouhodobý majetek), nicméně tato myšlenka nemusí platit v okamžiku, kdy začneme uvažovat o krátkodobých zdrojích financování a tím i o finanční struktuře.

Stulz a Johnson (1985) argumentují, že existence stálých aktiv umožňuje jejich zapojení do řízení kapitálové struktury a snížit tak náklady dluhu, neboť se pracuje s tzv. zajištěným dluhem. Ve firmách, které naopak disponují větším objemem nehmotných aktiv, jsou náklady na řízení kapitálové struktury vyšší, neboť kontrola takovýchto aktiv je obtížnější. Stejně tak Johnson (1997) ve své studii tvrdí, že i pro firmy s větším objemem stálého majetku je obtížnější přejít na rizikovější projekty a tím i rizikovější formy financování. Stejně tak věřitelé budou mít větší ochotu poskytovat prostředky firmám s majetkem, který potenciálně může sloužit jako zástava. Z této diskuse pak vyplývá závěr, že existuje pozitivní vztah mezi využitím dluhu a objemem stálých aktiv. Rajan a Zingales (1995) konstatují, že s vyšším podílem dlouhodobého majetku roste i

ochota věřitelů poskytovat úvěr a pákový efekt z využití cizích zdrojů by tak měl být vyšší. Titman a Wessel ve své studii (1998) tuto skutečnost potvrzují s odkazem na skutečnost, že firmy s vyšší úrovní dlouhodobých aktiv, které mají vysokou zástavní hodnotu, mají i větší ochotu využít cizí zdroje financování. To v následujících letech potvrdily i další studie, např. Michaelas et al. (1999), Frank a Goyal (2004), Bevan a Danbolt (2004) a Gaud et al. (2005).

Navíc je možno se domnívat, že tento vztah bude významnější v těch ekonomikách, u nichž jsou primárně získávány finanční prostředky z bankovního sektoru než v ekonomikách orientovaných na trhy. V rámci empirické studie došli Antonion et al. (2002) k závěru, že vztah využití dluhu a stálých aktiv je pozitivní v Německu, negativní ve Velké Británii a ve Francii je tato vazba nevýznamná. Význam zajištění úvěrů mohl být v době realizace studie způsoben zejména tím, že právní úprava fungování stavebních spořitelů, které patřily k největším poskytovatelům úvěrů, povolovala poskytování zajištěných úvěrů a nezajištěných směly poskytovat jen limitovaný objem. Opět je tedy možné argumentovat tím, že bankovně orientovaný systém primárně vede k využití cizích zdrojů financování z bankovního sektoru. Nevýznamnost vazby ve Francii zase mohla být způsobena tím, že v době studie byla přijata novela zákona o konkurzu, což z hlediska financování způsobilo především to, že podniky začaly postupně přecházet na získávání zajištěných cizích zdrojů. Ve Velké Británii je podle této studie negativní vztah těchto veličin postaven na nevýznamné roli bankovních úvěrů ve firemních pasívech. Proto stálá aktiva nemají na získávání finančních prostředků příliš velký vliv. Britské firmy vykazovaly významnější podíl využití vlastních zdrojů financování a krátkodobých cizích zdrojů.

Dalším argumentem pro hmotná aktiva je také skutečnost, že u hmotných aktiv se dá v době finanční tísně přirozeněji počítat s jejich odprodejem a nemusí být zvažováno převzetí řízení společnosti, což je přirozenější u nehmotného majetku. Jde tedy o nejlepší možné využití toho příslušného aktiva. V této souvislosti je nutné zmínit, že v době finanční tísně preference hmotného aktiva vyplývá z potenciálu vyššího výnosu. Nehmotný majetek nemůže nikdy realizovat stejnou hodnotu pro všechny společnosti. Jde zejména o náročnost technologickou. Některé obory podnikání jsou náročnější na know how a patenty a obory, které je využívají v menším rozsahu. Opět je to zdůvodnění toho, že nehmotný majetek je problematicky uplatnitelný mimo svůj obor

podnikání. Je znovu argument pro to, aby společnosti s vysokým podílem těžko uplatnitelného nehmotného majetku a jedinečností svého podnikání inklinovaly k nižší míře zadlužení. Tuto skutečnost řeší například studie Shleifera a Vishny (1992). Zabývá se problematikou toho, že firmy ve vysoce konkurenčním prostředí mají v případě finančních problémů pohotový trh pro jejich řešení. Volba vyšší zadluženosti v těchto případech může vést k dočasné vyšší efektivnosti. K tomu je potřeba si ještě uvědomit, že velké společnosti budou obtížněji měnit podnikatelskou strategii, kterou by mohli poškodit své věřitele, např. energetické společnosti zabývající se výrobou energie. I tyto společnosti budou snáze získávat nové prostředky pro realizaci investičních rozhodnutí.

Ze studie Scotta (1977) vyplývá, že emitování dlužnických cenných papírů dočasně zvyšuje hodnotu kapitálu poskytnutého akcionáři. Toto tvrzení podpořili Myers a Majluf (1984), neboť jejich model ukazuje, že mohou existovat náklady spojené s emisí obligací, které znají pouze manažeři podniku, což způsobí informační asymetrii a potenciální investoři mohou tuto informaci nesprávně vyhodnotit a tím dočasně zvýšit hodnotu podniku. Z hlediska existence stálých aktiv (zejména pak nemovitostí) se tato skutečnost bude nutně promítat do ceny dluhu, neboť dluh bude za těchto okolností pořizován s nižšími náklady. Dalo by se očekávat, že firmy, které mohou využít tento kolaterál, budou také více inklinovat k dluhovému financování.

Využití zajištěného zadlužení však nesouvisí pouze s tímto elementárním vztahem. Příčinnou souvislost lze nalézt ještě v kontextu zastupitelského konfliktu. Zde však tento vztah funguje opačně. Jak například Grossman a Hart (1982) tvrdí, zvýšenou míru zadlužení nepřipustí manažeři kvůli zvýšené hrozbě bankrotu, neboť s růstem hrozby bankrotu klesá možnost konzumace požitků plynoucích z manažerské pozice. Především tato skutečnost vede k velmi důslednému využití dluhového financování a také jeho zajištění. To však zpětně směřuje k tomu, že společnosti s menším objemem aktiv, které mohou být použity k zajištění dluhu, budou z hlediska zastupitelského konfliktu zvažovat menší míru zadlužení, neboť nedostatek vhodných aktiv zvyšuje náklady dluhu a tím také výrazněji snižuje míru požitků manažerů.

Se stálými aktivy v kontextu s řízením kapitálové struktury souvisí ještě existence nedluhového daňového štítu. Ten vyjadřuje úsporu, kterou podnik získá tím, že odpisy zahrnuje do nákladů a tím snižuje daňový základ. Je tedy zřejmé, že vliv nemovitostí má

své dopady také na rentabilitu vlastního kapitálu. Dá se říci, že nedluhový daňový štít má substituční vliv vzhledem k úrokovému daňovému štítu na řízení kapitálové struktury. Tímto vztahem se zabývá ve své studii například DeAngelo a Masulis (1980)

3.6 Vliv finančního systému na kapitálovou strukturu

Ke kapitálové struktuře a jejímu hodnocení je možné přistupovat také z hlediska fungování finančního systému. V rámci finančního systému je možné různým způsobem alokovat zdroje finančního krytí. K této alokaci může docházet buď prostřednictvím kapitálového trhu nebo prostřednictvím bankovního systému. Každý tento způsob umístování zdrojů má své specifické rysy. Původně existovalo rozdělení takovýchto způsobů alokace zdrojů do šesti variant, ale po druhé světové válce se zredukoval jejich počet na stávající dva systémy. Ve finančním systému orientovaném na finanční trhy existuje širší spektrum finančních instrumentů. Principiálně jde o to, že do vztahu vstupují subjekty, které o sobě nemají žádné informace vyjma finančního vztahu. Obě strany by tedy měly mít na transakci stejný vliv. Tento systém je postaven na relativně vyšší diverzifikaci rizika mezi vlastníky a věřiteli, neboť snaha o získání prostředků pro financování je mířena nejen do bankovního sektoru, ale zejména na peněžní a kapitálové trhy. Také domácnosti se zde častěji uchylují k přímému investování svých dočasně volných finančních zdrojů a firmy tak ve větším objemu získávají zdroje na kapitálových trzích. Tlak na kontrolu míry zadluženosti je tak primárně kladen na management, který je zodpovědný za optimální využití zdrojů financování. Schmuckler a Vesperoni (2001) tvrdí, že vysoce likvidní trhy plní také bezpečnostní funkci, neboť zároveň potlačují manažerský konflikt odosobněním vztahů. Firemní obligace totiž zpravidla neobsahují ustanovení týkající se vnitřní kontroly a mohou být volně obchodovány na finančních trzích. Právě vysoká likvidita na trzích umožní „trestání“ neefektivního chování, tudíž není nutné direktivní stanovování kontrolních funkcí. Zároveň finanční trhy vnímají dluhopisy jako lepší formu poskytnutí finančních prostředků, neboť oběma stranám poskytují dostatečnou flexibilitu z hlediska doby použitelnosti. Nezajištěné podnikatelské úvěry zpravidla vyžadují součinnost bank na řízení společnosti, což také znamená náklady na získání informací. Právě přítomnost asymetrie informací zabraňuje obchodování s úvěry. DeFiore a Uhlig (2005, 2011)

tvrdí, že financování obligacemi se na efektivně fungujících trzích je méně nákladnou formou financování ve srovnání s bankovními úvěry.

V bankovně orientovaném systému zpravidla teorie hovoří o méně rozvinutém kapitálovém trhu, volné finanční zdroje jsou alokovány zejména prostřednictvím dlouhodobých a krátkodobých úvěrů bank a jiných depozitních institucí. Toto je systém, který je běžně spojován se zeměmi eurozóny a Japonska. Banky mívají v tomto typu finančního systému většinový podíl ve firmách a zároveň platí, že je v daleko menší míře využíván k financování vlastní kapitál a proto bývá debt/equity ratio vyšší. Argumentem pro toto tvrzení bývá fakt, že existuje majetková propojenost bankovního sektoru se sektorem nefinančním. Celý systém je zaměřen na bankovnictví a dlouhodobý vztah mezi bankami a podniky. Lee (2012) tvrdí, že bankovně orientované systémy mají tendenci zároveň zdůrazňovat pozitivní vliv bank z hlediska shromažďování finančních informací i při identifikaci proveditelných a ziskových projektů. Další pozitivní roli lze podle něj spatřovat v řízení rizik a monitorování, resp. kontrole chování manažerů. Takto lze také vysvětlit větší vliv bankovního sektoru v rozvíjejících se ekonomikách. Z tohoto pohledu je i lepší role bankovního sektoru v poskytování finančních prostředků pro začínající a inovativní podniky. Zatímco tržně orientované systémy nabízejí možnost financovat činnost různě likvidními finančními nástroji, bankovně orientované systémy podporují dlouhodobé vztahy mezi finančními institucemi a firmami, na základě nichž mohou být minimalizovány náklady na pořízení cizího kapitálu. Situaci z hlediska hlavních znaků jednotlivých typů systému dokumentuje také tabulka č. 2.

Tabulka č. 3 Finanční systém a kapitálová struktura

	Finanční systém orientovaný na	
	banky	kapitálový trh
Úroveň rozvinutosti finančního trhu	nízká	vysoká
Poměr finančních aktiv držených bankami k celkovým aktivům drženým finančními institucemi	značný	nízký
Využití vlastních zdrojů financování	nízké	vysoké
Debt/equity ratio	vysoké	nízké
Poměr bankovních úvěrů k celkovým cizím zdrojům	vysoký	nízký
Důležitost financování prostřednictvím obligací	nízká	vysoká

Pramen: vlastní dle Berglöf (1990)

Z tohoto úhlu pohledu mohou být přirozeně oba systémy užitečné, avšak pro rozdílné firmy. Zatímco bankovně orientovaný systém může být lepší volbou pro začínající společnosti, tak tržně orientované systémy nabízejí lepší prostor pro vyspělé, velké a méně rizikové firmy. Dlouhodobost vztahů v bankovně orientovaném systému umožňuje prodloužení splatnosti dluhu a vyjednání lepší ceny. Navíc bankovní úvěry jsou z hlediska administrativního hlediska jednodušší než emise obligací. Pokud jde o kapitálovou strukturu společností v jednotlivých systémech, pak empirické studie prokazují, že D/E ratio bývá až na výjimky nižší u tržně orientovaných systémů. Orientace finančního systému má také podstatnou roli z pohledu vývoje ekonomického cyklu. Během krize právě v důsledku znalosti důvěrných informací mohou banky i nadále půjčovat finančně zdravým podnikům a vybírat si kvalitní partnery do úvěrových vztahů. Naopak trhy reagují nejen na domácí, ale i na zahraniční otřesy, přičemž v tu dobu budou obecně klesat ceny akcií a bude obtížné odlišit zdravé firmy od těch s potenciálními problémy. To naznačuje, že společnosti v bankovních systémech trpí důsledky globální krize méně, než společnosti v tržně orientovaných systémech. Studie Schmucklera a Vesperoni (2001) zjistila, že D/E ratio je v zemích s tržně orientovanou ekonomikou trvale vyšší a to jak v krátkodobých, tak i dlouhodobých dluhových formách financování, což by se dalo očekávat spíš právě u bankovně orientovaných systémů.

Klasické členění na bankovně a tržně orientovaný systém je použitelné i v podmínkách České republiky. Firmy v České republice prošly za posledních 15 let celou řadou změn, které spočívaly zejména ve změně vlastníka – stát postupně omezoval své působení v jednotlivých firmách a řízení přebírá soukromý vlastník. Samozřejmě vzhledem k poměrně krátkému časovému období existují zde určitá specifika. Česká republika se vyznačuje poměrně silným bankovním trhem, který do určité míry potlačuje efektivní fungování kapitálového trhu, tedy Burzy cenných papírů Praha, ale RM-Systému, české burzy cenných papírů. Český finanční systém je tedy možné charakterizovat jako systém orientovaný na banky a dalo by se tedy předpokládat, že většina kapitálu určeného k financování bude pocházet z bankovních zdrojů a bude dominovat nad vlastním kapitálem. Vzhledem k nižší efektivnosti kapitálové trhu se dá také předpokládat, že mezi zdroji financování bude z hlediska cenných papírů dominantní pouze základní kapitál tvořený vlastnickými podíly akcionářů. To by také

mělo znamenat, že hodnota debt/equity ratio bude vysoká. Z teoretických poznatků také vyplývá, že by ve vlastnické struktuře měly převažovat banky jako majoritní vlastníci. Právě tato část byla inspirací pro hlubší analýzu společností a jejich kapitálových struktur a využívaných zdrojů financování.

3.7 Další faktory ovlivňující kapitálovou strukturu

Oproti předchozím parametrům má hodnota zadlužení silně negativní vazbu na tržní hodnotu vlastního kapitálu k účetní hodnotě kapitálu. Zároveň je to však jeden z nejspolehlivějších indikátorů funkčnosti pákového efektu. M/B ratio informuje o vhodnosti namixování aktiv. Firmy s vyšší tržní hodnotou ve vztahu k hodnotě účetní budou mít pravděpodobně lepší vyhlídky z hlediska budoucího fungování než společnosti s opačným poměrem, který vypovídá o horších schopnostech managementu. V kombinaci s investičními příležitostmi se jedná o velmi významný faktor z věřitelského hlediska. V podmínkách České republiky opět velmi obtížně realizovatelná studie, neboť množství firem veřejně obchodovatelných se snadno vyjádřitelnou tržní hodnotou je velmi omezené množství a byly by zřejmě problémy s vypovídací hodnotou.

S problematikou majetkové struktury souvisí ještě jedno téma a tou je produktová jedinečnost. Čím originálnější a jedinečnější je podnikatelská činnost, tím zásadnější má úskalí v době finanční tísně. Je totiž potřeba si uvědomit, že čím jedinečnější je produktová linie, tím intenzivnější musí být prodejní úsilí, zaměstnanci vyžadují specializovanou kvalifikační úroveň, což s sebou nese výrazně vyšší úroveň nákladů na prodej a zaměstnance. Tyto společnosti navíc vyžadují vysoké náklady na výzkum a vývoj. Vše dohromady obecně vyšší náklady, což pro společnosti znamená, že se již málo snaží o vyšší míru zadlužení, neboť zde má daňový štít jen velmi nízkou efektivnost. V tomto kontextu se často uvádí, že zvýšené náklady na prodej a vědu a výzkum vyvolávají diskuse o negativním vztahu mezi růstem příležitostí a mírou zadlužení a pozitivním vztahem hodnotou zajištění a mírou zadlužení.

Dalším významným aspektem je vliv vnějšího ekonomického prostředí se vztahem k míře zadlužení. Je zřejmé, že celkové ekonomické prostředí v sobě nese parametry, které budou zadluženost podniků iniciovat a ty, které budou zadluženost omezovat.

Konkurenčnost prostředí, celkový ekonomický vývoj měřený tempem růstu ekonomiky, cenové války, přirozené obavy z budoucího vývoje, to vše mohou být výrazné faktory, které vstupují do rozhodování o míře zadlužení. To, že chování firem v tomto ohledu je ovlivňováno chováním okolních firem, dokumentují některé studie např. MacKay a Philips (2005). Tato studie konstatuje, že podniky mění svou strukturu zdrojů financování pouze v případě, že výraznějším způsobem mění finanční strukturu nejbližší konkurence, což dokládá důležitost tohoto faktoru. Ani tento faktor však nelze zcela zobecnit, neboť v některých oborech podnikání vykazují podniky podobnou finanční strukturu a jiné obory mají finanční strukturu značně rozdílnou.

Dalším z faktorů, které mohou určitým způsobem ovlivňovat strukturu dluhu je manažerské chování a osobní preference manažera. V literatuře je tato vlastnost často označována jako manažerský konzervatismus, neboť je vyhodnocována z pohledu averze k riziku a tedy i menší tendenci k využití dluhového financování. Podle studií kapitálovou strukturu v tomto faktoru nejvíce ovlivňuje věk manažera, jeho zdraví, averze k riziku. S tím souvisí ještě jedna skutečnost, čím více bude diverzifikována podnikatelská činnost mezi obory s různou technologickou náročností, tím pravděpodobněji budou diverzifikovány i zdroje.

3.8 Rozdíly mezi kompromisními teoriemi a teorií hierarchického pořádku z hlediska determinantů kapitálové struktury

Z hlediska **rentability podniku** kompromisní teorie říká, že ziskové podniky mají tendenci využít další cizí zdroje financování z důvodu existence a funkčnosti daňového štítu. Jsou-li podniky ziskové, pak za jinak nezměněných podmínek rostou jejich volné peněžní prostředky, klesá rizikovost z hlediska dostupnosti finančních prostředků obecně a zároveň roste dostupnost dluhového financování za výhodných podmínek z hlediska nákladů dluhu. Také to znamená, že s růstem ziskovosti klesá pravděpodobnost bankrotu a klesají náklady finanční tísně. Toto vede k podstatě tvrzení trade off teorií o pozitivním vztahu mezi rentabilitou vlastního kapitálu a využitým dluhovým financováním. Naproti tomu teorie hierarchického pořádku tvrdí, že při existenci interních zdrojů financování budou tyto preferovány v důsledku neexistence dodatečných transakčních nákladů. Cizí zdroje budou využity pouze při nedostatku nerozděleného zisku. S růstem ziskovosti roste snaha o zadržování zisku a nadbytek

zadrženého zisku vede k nižší hodnotě dluhu. Dluh je z hlediska této teorie vnímán spíše jako signál nedostatečnosti z hlediska ziskovosti. V důsledku toho se očekává negativní vztah mezi ziskovostí a růstem využití cizích zdrojů financování.

Z pohledu **efektivní daňové sazby** trade off teorie očekávají, že čím vyšší jsou zdanitelné příjmy, tím vyšší by měla být ochota využívat cizí zdroje financování z hlediska funkce dluhového daňového štítu. Efektivní daňová sazba tak podle těchto teorií vytváří pozitivně korelovaný vztah s úrovní dluhu, který tak pracuje ve prospěch rentability společnosti. Pecking order teorie naopak pracují s myšlenkou, že vyšší efektivní daňová sazba snižuje vnitřní fondy ziskových společností a následně tak zvyšuje celkové náklady na kapitál. V důsledku toho tyto teorie očekávají negativní vztah mezi daňovou sazbou a pákovým poměrem.

Dalším významnou determinantou kapitálové struktury byla **velikost firmy**, která v kompromisních teoriích předpokládá, že velikost firmy je pozitivně spojena s důsledky pákového efektu, neboť větší společnosti jsou považovány za stabilnější a méně rizikové. Proto získávání cizích zdrojů financování u velkých firem může být za jinak stejných podmínek levnější než u menších firem. V tomto kontextu jsou uvažována také stálá aktiva, neboť ta mohou poskytnout zajištění dluhu. Teorie hierarchického pořádku je v tomto směru orientována na negativní korelaci mezi velikostí firmy a velikostí využití cizích zdrojů financování. Tato negativní korelace je způsobena tím, že velké firmy jsou spojeny s vyšší ziskovostí a tím také existencí většího množství interních zdrojů financování. Pokud dojde k využití cizích zdrojů financování, tak pouze za předpokladu nižší výnosnosti, jak bylo uvedeno výše nebo za předpokladu větších investičních příležitostí, než na jaké má firma k dispozici vlastní zdroje financování.

Růst investičních příležitostí podle trade off teorií u výrazně ziskových společností způsobí pokles objemu volných peněžních toků. S růstem investičních příležitostí také podle kompromisních teorií roste zastupitelský konflikt mezi akcionáři a majiteli dluhopisů, neboť akcionáři mají větší tendenci využít investiční příležitosti i za cenu zvýšeného rizika a využitím cizích zdrojů financování posunout toto riziko také na věřitele. Možnost investic klesá s růstem nákladů finanční tísně a rizikem spojeným s neefektivní firmou. S tím také klesá dostupnost dluhového financování. Realizované

studie (např. Jung et al. 1996, Jensen 1986, Stulz 1990) předvídají negativní vztah mezi investičními příležitostmi a současným stavem dluhového financování. Naproti tomu teorie hierarchického pořádku předpokládá pozitivní vztah mezi investičními příležitostmi a dluhovým financováním, neboť se snahou o investice roste potřeba finančních zdrojů. Využití dluhového financování je preferováno z důvodu menší nutnosti zveřejnění interních informací.

4 EMPIRICKÁ STUDIE V PODMÍNKÁCH ZEMÍ VISEGRADSKÉ ČTYŘKY

Většina studií předpokládá, že v rámci zdrojů financování bude v nějaké podobě používáno dluhové financování. Studie se však mohou lišit podle toho, zda prioritně zaměřují pozornost na maximalizaci účetní hodnoty nebo je primárním zájmem hodnota tržní. Liší se také v tom, zda využívají veškeré dluhové formy financování nebo zda využívají pouze dlouhodobé dluhové formy financování. Někteří autoři studií o kapitálové struktuře proto mají tendenci nahrazovat ukazatel debt ratio nebo debt/equity ratio podílem finančních nákladů a objemu dluhu, tedy úrokovou mírou. Zároveň je potřeba si uvědomit, že je rozdíl mezi účetními poměry a tržními poměry. Důvod rozlišování spočívá mimo jiné v tom, že účetní ukazatele pracují retrospektivně, zatímco tržní ukazatele pracují v reálném čase. Zde je ovšem výrazný rozdíl mezi angloamerickými modely řízení společností a modelem kontinentálně evropským. Problém je zejména v tom, že Evropa není primárně postavena na veřejně obchodovatelných společnostech a využívá i ve velmi významné míře právní uspořádání, které neumožňuje kontinuálně pracovat s tržní hodnotou. Tržní ocenění se stává velmi nákladnou záležitostí. V podmínkách angloamerického modelu je většina společností obchodována na veřejných kapitálových trzích, což znamená, že odvozování tržní hodnoty se děje na základě součinu tržní hodnoty akcie a počtu emitovaných akcií. Také proto Bradley et al. (1984) ve své studii postavené na zkoumání společností na americkém kapitálovém trhu argumentují, že není důvod stavět na retrospektivních informacích, když existují informace perspektivní.

Vzhledem k tomu, že je kapitálová struktura předmětem zkoumání již dlouhá desetiletí, vyvíjel se i postoj již zmiňovaných studií. Starší studie mají tendenci zaměřit se na podíl dluhového financování k účetní hodnotě. Novější studie se zabývají už vyhraněnou částí dluhového financování, která je dosledovatelná tržně – tedy emisemi obligací. Tady znovu narážíme na problém z pohledu České republiky. Ve své studii například Dvořáková (2003) uvádí, že domácí subjekty financují své aktivity více prostřednictvím úvěrů, přičemž podíl úvěrů na HDP dvojnásobně převyšuje podíl dluhopisů na HDP. Navíc pokud jsou používány dlužnické cenné papíry, pak jsou prioritně využívány ty se splatností do jednoho roku. Do 31.7.2012 musela emisi dluhopisů schvalovat Česká

národní banka, tato povinnost byla novelou zákona o dluhopisech zrušena a tím se procedura emise dluhopisů zjednodušila. Vzhledem k tomu, že doposud bylo tedy využití dluhopisů v našich podmínkách jen velmi omezené, bude empirická studie zaměřena na využití poměru dluhového financování k celkové účetní hodnotě aktiv, resp. na poměr dluhového financování k vlastním zdrojům. Dalším argumentem pro to, proč byla pozornost zaměřena právě na teorii dynamické trade off teorie, je studie Hrdého (2011), který zjistil, že se firmy věnují optimalizaci kapitálové struktury pouze v případě, že se rozhodují o investici (55,6 % z analyzovaných podniků). Dle Hrdého firmy usilují z hlediska cílů o minimalizaci cizích zdrojů financování a maximalizaci zisku a proto je studie zaměřena na to, zda s odstupem analyzovaného období je možné jeho teorii potvrdit, nebo zda je opravdu obecný příklon k dynamickým trade off teoriím.

4.1 Východiska studie a použitá metodologie

Následující analýza je vedena ve dvou základních rovinách – analýza postavená na průměrných hodnotách finančních ukazatelů ve vybraných oborech podnikání spojená s korelační analýzou a analýza postavená na panelové regresi vzorku společností ve čtyřech hlavních oborech podnikání v sekundárním a terciálním sektoru. Přístup k analýze je pro zjednodušení shrnut do následujícího schématu č. 9.

Schéma č. 9 Metody použité v rámci studie



Pramen: vlastní zpracování

Korelační analýza se zabývá měřením intenzity závislosti mezi proměnnými. Korelační analýza má úzkou návaznost na regresní analýzu, neboť se v ní využívá teorie lineárních regresních modelů. Klade si ale jiný cíl – nehledá vhodnou formu vztahu mezi proměnnými, neboť už primárně vychází z předpokladu, že tento vztah je lineární (dokonce nejen z hlediska parametru, ale i z hlediska proměnných), a soustředí se na konstrukci měř závislostí mezi těmito proměnnými (Tošenovský, 2013). Korelační analýza pomocí korelační matice bude zkoumat těsnost závislosti výše uvedených proměnných ve sledovaném období kombinacemi párů finančních ukazatelů.

Panelová regrese může být plnohodnotným nástrojem pro odhad funkční závislosti velkého množství ekonomických proměnných. Prucha (2014) však uvádí, že mnohá panelová data trpí problémem kratší časové řady a z hlediska panelové regrese užitím metody nejmenších čtverců na tempech růstu jsou tak zcela nevhodná k jejímu použití. Proto je ve druhé rovině zkoumání použita metoda náhodných momentů v programu Eviews. Metoda náhodných momentů (Generalized Method of Moments, GMM, v češtině rovněž Zevšeobecněná metoda momentů) dle Pruchy (2014) představuje způsob, jak zkoumat funkční vztahy právě mezi takovými panelovými daty. Finanční data na roční frekvenci, získána ze základních účetních výkazů, uspořádána v panelech, jsou z tohoto důvodu vhodným kandidátem pro výzkum užitím této regresní metody. Velkou výhodou užití GMM oproti metodě nejmenších čtverců je rovněž fakt, že mezi regresory také figuruje zpožděná endogenní, vysvětlovaná, závislá proměnná (Hall, 2005). Nevýhodou tohoto modelu je nemožnost testování heteroskedasticity a autokorelace parametrů. Aby však bylo možné považovat výsledky testování za relevantní a byla podložena vypovídací schopnost výsledků testů v jednotlivých modelech, budou všechny modely v této metodě testovány jak z hlediska statistické významnosti jednotlivých položek modelu, tak z hlediska robustnosti modelu pomocí Sargan/Hansen testu. U Sargan/Hansen testu jde především o to, do jaké míry je metoda schopna v daném modelu poskytnout prakticky stejné výsledky i při zatížení mírnými změnami parametrů. Model je v tomto ohledu robustní, jestliže jsou výsledky Sargan/Hansen testu vyšší než 0,05.

Z hlediska vybraných zemí je pozornost zaměřena na země Visegrádské čtyřky. Visegrádská čtyřka (V4) je neoficiálním označením čtyř postkomunistických zemí ve střední Evropě – České republiky, Maďarska, Polska a Slovenska. Visegrádská skupina

vznikla v roce 1991 z úsilí zemí střední Evropy o spolupráci v řadě oblastí společného zájmu v rámci celoevropské integrace. Česká republika, Maďarsko, Polsko a Slovensko byly vždy součástí jedné civilizace sdílející kulturní a intelektuální hodnoty a společné kořeny náboženských tradic. Všechny země Visegrádské skupiny (V4) usilovaly o členství v Evropské unii a v devadesátých letech všechny tyto země řešily přechod z centrálně plánovaných ekonomik na ekonomiky tržní. Po přijetí všech čtyř zemí do EU v roce 2004 se začalo hovořit o V4+. Skupina se zaměřila na prosazování spolupráce a stability v širším regionu Střední Evropy a začala užší spolupráce s Rakouskem a Slovinskem, avšak studie se zabývá pouze původními členy tohoto uskupení.

4.2 Použitá data a proměnné

V této studii byl z hlediska využitých zdrojů financování použit poměr debt/equity ratio (dále již jen DER). V čitateli jsou zahrnuty úplatné cizí zdroje a ve jmenovateli hodnota vlastního kapitálu. Úplatnými cizími zdroji financování se rozumí všechny cizí zdroje financování, které jsou spojeny s náklady na poskytnutí takových prostředků. Faktory ovlivňující tento ukazatel vycházejí z teorie čtyř dimenzí. Teorie čtyř dimenzí R. A. Brealeyho a S. C. Myerse patřící do dynamických trade off teorií tvrdí, že nalezení optimální kapitálové struktury není jednoduché, protože neexistuje žádný universální a jednoduchý vzorec a je potřeba se opírat o celkem čtyři základní dimenze, mezi které patří daně, riziko, typ aktiv a finanční volnost podniku (Hrdý, 2008):

- daně – vznik daňového štítu, který je ovšem využit pouze v případě, kdy podnik dosahuje zdanitelných příjmů, jinak by se zadlužovat neměl,
- riziko – má nemalý vliv na optimální výši zadluženosti, a pokud je tohle riziko velké, pak by měla společnost udržet podíl cizích zdrojů na nižší úrovni,
- typ aktiv – podniky, které ve své majetkové struktuře vykazují převahu méně likvidních či nelikvidních (nehmotných) aktiv, mají mít nižší podíl dluhu v pasivech než ty, které mají převahu hmotných a likvidních složek,
- finanční volnost – tedy být jako podnik nezávislý, držet si dostatek finančních prostředků pro další investice, které se mohou nečekaně objevit a zajistit společnosti vyšší zisk.

Právě na základě této teorie byla k faktorům ovlivňujícím chování podniků vybrána do modelu rentabilita podniku (ROE), běžná likvidita (L3) a podíl dlouhodobého majetku na celkových aktivech (SAA). Řešení dimenze daní bylo zahrnuto do hlavního ukazatele debt/equity ratio, neboť do něj vstupují pouze ty podoby kapitálu, které vyžadují určité náklady, z nichž úrokové náklady cizího kapitálu tvoří odpočitatelnou položku od daňového základu. To se také promítá do rentability podniku. Rentabilita podniku je vnímána jako měřítko schopnosti podniku vytvářet nové zdroje, dosahovat zisku použitím investovaného kapitálu. Jedná se o ukazatele, které jednoznačně budou nejvíce zajímat akcionáře a potenciální investory, avšak i pro ostatní skupiny mají svůj nesporný význam. Jedním z velmi důležitých ukazatelů je rentabilita vlastního kapitálu, která klade důraz na zhodnocení kapitálu investovaného akcionáři. Jde o ukazatel, pomocí kterého mohou investoři zjistit, zda je jejich kapitál reprodukován s náležitou intenzitou odpovídající riziku investice. Zároveň se jedná o ukazatel, který je prokazatelně spojen s důležitostí řízení kapitálové struktury, má na něj vliv forma využívaného zdroje financování, což by se při použití rentability celkového vloženého kapitálu neprojevalo. Růst rentability vlastního kapitálu může znamenat např. zlepšení výsledku hospodaření, zmenšení podílu vlastního kapitálu ve firmě nebo také pokles úročení cizího kapitálu. Pro účely analýzy bude využita rentabilita vlastního kapitálu ve tvaru:

$$ROE = \frac{\text{čistý zis}}{\text{vlastní kapitál}}$$

Dalším faktorem bude běžná likvidita (L3), která je důležitá z hlediska finanční rovnováhy firmy, neboť jen dostatečně likvidní podnik je schopen dostát svým závazkům. Na druhou stranu příliš vysoká míra likvidity je nepříznivým jevem pro vlastníky podniku, neboť finanční prostředky jsou vázány v aktivech, které nepracují ve prospěch výrazného zhodnocování finančních prostředků a „ukrajují“ tak z rentability. Je tedy potřeba hledat pokud možno vyváženou likviditu, která zaručí jak dostatečné zhodnocení prostředků, tak i schopnost dostát svým závazkům. Zároveň jde o ukazatel, který je rozhodný z hlediska ceny poskytnutých peněžních prostředků a je vnímám jako podstatný z hlediska poskytování cizích zdrojů financování. Nízká úroveň likvidity vede ke zvýšení rizikovosti firmy při návratnosti peněžních prostředků věřitelům, což se promítne do vyššího úroku. Volbu ukazatele limitovala do značné míry dostupnost dat,

neboť u velkého množství společností byla dostupná pouze hodnota oběžných aktiv bez dílčího strukturování. Pro propočít ukazatele byl použit následující vzorec:

$$L3 = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé cizí zdroje}}$$

Posledním sledovaným faktorem z hlediska řízení finanční struktury je objem stálých aktiv (SAA). Tato myšlenka vychází ze skutečnosti, že pro horizontální hodnocení kapitálové struktury platí, že dlouhodobý majetek by měl být pokryt vlastním kapitálem firmy, resp. dlouhodobě vázaný kapitál by měl být z dlouhodobých zdrojů financován.

$$SAA = \frac{\text{dlouhodobý majetek}}{\text{aktiva celkem}}$$

Pravidlo tedy hovoří o časovém souladu jednotlivých složek aktiv a pasív. Doba, po kterou firma disponuje kapitálem, by měla být shodná s dobou, na kterou podnik potřebuje majetek tímto kapitálem krytý. Volba tohoto ukazatele je zároveň motivována skutečností, že dlouhodobý majetek je považován za záruku z hlediska krytí cizích zdrojů financování. Chtějí-li podniky využívat cizí zdroje, měly by disponovat dlouhodobým majetkem, který pomůže snížit riziko věřitelů a umožní získávat finanční prostředky za výhodnějších podmínek.

Časová řada byla zvolena od roku 2007 do roku 2014. Důvodem pro výběr právě tohoto časového období je fakt, že je následující analýza součástí širěji zkoumané problematiky na konkrétních společnostech, u nichž nebylo možné získat delší konzistentní řadu než od roku 2007. Aby tedy výzkum nebyl ještě významněji zužován a časová řada měla dobrou vypovídací schopnost, je analýza zaměřena právě na toto období. Byly vybrány společnosti, které jsou dle metodiky databáze Amadeus označeny jako velmi velké, velké a střední, s působností v letech 2007 až 2014. Půjde tedy o společnosti, které splnily aspoň jednu z následujících podmínek:

- výnosy z provozní činnosti jsou minimálně 1 mil. EUR;
- celková aktiva společnosti jsou minimálně 2 mil. EUR;
- počet zaměstnanců je nejméně 15.

U nižších kategorií byly časové řady velmi nekonzistentní a také dostupnost některých zdrojů financování (zejména z hlediska jejich nákladovosti) je u menších společnostech

problematictější. Jak již bylo řečeno, analyzovány jsou společnosti v zemích Visegradské čtyřky a pozornost je zaměřena na čtyři největší obory podnikání – zpracovatelský průmysl, služby, energetiku a také na stavebnictví, které je považováno za indikátor vývoje ekonomiky. Výše uvedené podmínky výběru v rámci databáze Amadeus vygenerovaly následující vzorek společností (viz. Tabulka č. 4)

Tabulka č. 4 Počty analyzovaných společností v jednotlivých zemích a jednotlivých oborech podnikání

	Česká republika	Polsko	Slovensko	Maďarsko
Zpracovatelský průmysl	3 483	1 262	345	152
Služby	2 707	2 842	660	194
Stavebnictví	506	354	83	14
Energetika	172	163	68	14
Celkový počet analyzovaných společností	6 868	4 621	1 156	374

Pramen: vlastní zpracování

Ve všech čtyřech oborech je podobně jako na průměrných hodnotách ve všech oborech zkoumán funkční vliv vývoje rentability vlastního kapitálu, likvidity a objemu stálých aktiv na užití cizího kapitálu. Analýza je doplněna ještě o funkční vliv užití cizího kapitálu na vývoj rentability vlastního kapitálu.

4.3 Cíl a hypotézy

Cílem studie je na základě rešerše dřívějších studií a zpracovaných analýz vyhodnotit využívané teorie kapitálové struktury v jednotlivých zemích a zjistit, do jaké míry mají vliv na rozhodování o použití cizích zdrojů financování nezávisle proměnné veličiny: rentabilita podniku, platební schopnost podniku a majetek, kterým podnik disponuje. Pro přehlednější naplnění výše uvedeného cíle byly zároveň formulovány následující hypotézy, které pomohou rozdělit okruhy zkoumání do jednotlivých částí.

H1: Z hlediska řízení kapitálové struktury podniky v jednotlivých zemích Visegradské čtyřky vykazují jednoznačné znaky dynamické trade off teorie.

Tato hypotéza bude vycházet z myšlenky tvůrců dynamické trade off teorie (Brealey, Myers 2000), že možnost uplatnění daňového štítu v podobě odpočtu nákladových

úroků vede podniky k využití cizích zdrojů také s ohledem na bankovně orientovaný finanční systém a snazší dostupnost cizích zdrojů financování z bankovního systému ve všech zemích. Respektování tří ze čtyř faktorů této teorie bylo také základem pro výběr nezávisle proměnných veličin.

H2: Míra využití cizích zdrojů financování roste s rostoucí rentabilitou vlastního kapitálu ve všech sledovaných oborech podnikání v jednotlivých zemích Visegradské čtyřky.

Další hypotéza vychází ze závěrů dynamických trade off teorií, které opírají svá tvrzení o výhodnost daňových štítů při využití dluhového financování, např. studie Fishera, Heinkela a Zechnera (1989), Strebulaeva (2007) či De Angela (2011). Všechny studie se zabývají hledáním optima využití zdrojů financování při růstu rentability.

H3: Míra využití cizích zdrojů financování roste s rostoucí běžnou likviditou podniku ve všech sledovaných oborech podnikání v jednotlivých zemích Visegradské čtyřky.

Třetí hypotéza vychází primárně ze studií Williamsona (1988) a Shleifera a Vishny (2001), kteří tvrdí, že existuje pozitivní vztah mezi likviditou a využitím dluhu, neboť nižší hodnota likvidních aktiv zvyšuje pravděpodobnost neposkytnutí finančních prostředků věřiteli, resp. zvyšuje pravděpodobnost poskytnutí za méně výhodných podmínek.

H4: Míra využití cizích zdrojů financování roste s rostoucím podílem dlouhodobého majetku na celkových aktivech podniku ve všech sledovaných oborech podnikání a ve všech čtyřech zemích V4.

Čtvrtá a poslední hypotéza se opírá o studii Harta a Moora (1994) či studii Antonion, Guney a Paudyala (2002). Tyto studie tvrdí, že růst podílu dlouhodobého majetku je pozitivním faktorem pro větší využití cizích zdrojů financování, neboť tento majetek může být využíván jako záruka. Poslední jmenovaná studie se navíc zabývala podniky v Německu, se kterými bývají české podniky často srovnávány. Studie Stulze a Johnsona (1985) nadto uvádí, že tento vztah je možné častěji spatřovat v bankovně orientovaných systémech, což země Visegradské skupiny splňují.

4.4 Východiska ekonomického prostředí jednotlivých zemí

Nejdříve zaměříme pozornost na průměrné hodnoty použitých ukazatelů, tedy využitých zdrojů financování měřených ukazatelem debt/equity ratio (DER), hodnoty rentability vlastního kapitálu (ROE), dlouhodobých aktiv ve vztahu k celkovému majetku (SAA) a likvidity (L3) v jednotlivých zemích. Všechny tyto ukazatele budou posuzovány v kontextu parametrů jednotlivých ekonomik a jednotlivých oborů podnikání. Pomocnými ukazateli z hlediska vývoje ekonomiky a jednotlivých oborů podnikání jsou tempo růstu hrubého domácího produktu (HDP), tempo růstu průmyslové produkce, tempo růstu výroby energie, tempo růstu stavebnictví a tempo růstu obratu ve službách. Všechna tempa růstu se týkají nominálních veličin v běžných cenách. Využívání zdrojů financování a následná efektivnost je velmi úzce spjata s tempem růstu HDP, který naznačuje stav ekonomiky. Předpokládá se, že pokud roste ekonomika, existuje větší ochota využívat cizí zdroje financování a měla by tedy růst i rentabilita podniků ve všech oborech podnikání. Zároveň s růstem ekonomiky není zvýšený tlak na likviditu společnosti, neboť se předpokládá šance na vhodné získávání finančních prostředků se zlepšujícím se ekonomickým stavem společnosti. S růstem ekonomiky se zároveň předpokládá růst investic a tudíž i růst podílu dlouhodobého majetku na celkových aktivech společnosti. Další čtyři sledované ukazatele jsou uváděny zejména v kontextu s jednotlivými obory podnikání, neboť ne vždy kopírují vývoj z hlediska tempa růstu HDP a mohou tedy pomoci při vysvětlování odchylek při interpretaci průměrných hodnot jednotlivých ukazatelů.

4.4.1 Česká republika

Vývoj české ekonomiky ve sledovaném období je poznamenán poklesem tempa růstu HDP. To dokumentuje také tabulka č. 5. Do roku 2008 česká ekonomika z pohledu tempa růstu HDP rostla. V roce 2009 byl zaznamenán první pokles tempa růstu v návaznosti na celosvětovou ekonomickou krizi. V letech 2010 a 2011 je zaznamenáno mírné oživení v souvislosti s ekonomickou stabilizací v Evropě. Dle Českého statistického úřadu léta 2012 až 2014 probíhala převážně v prostředí zatíženém nízkou úrovní sentimentu ohledně vývoje podnikatelského i spotřebitelského prostředí, která byla vyvolána jak nedorěšenou dluhovou krizí v eurozóně a potřebou stabilizace ekonomik, tak vnitřními příčinami. Ty spočívaly hlavně v nepříznivé hospodářské

situaci v předchozích letech (poznamenané dopady restriktivní hospodářské politiky) a v nejistotách spojených s dalším vývojem.

Tabulka č. 5 Hodnocení vývoje české ekonomiky pomocí vybraných ukazatelů

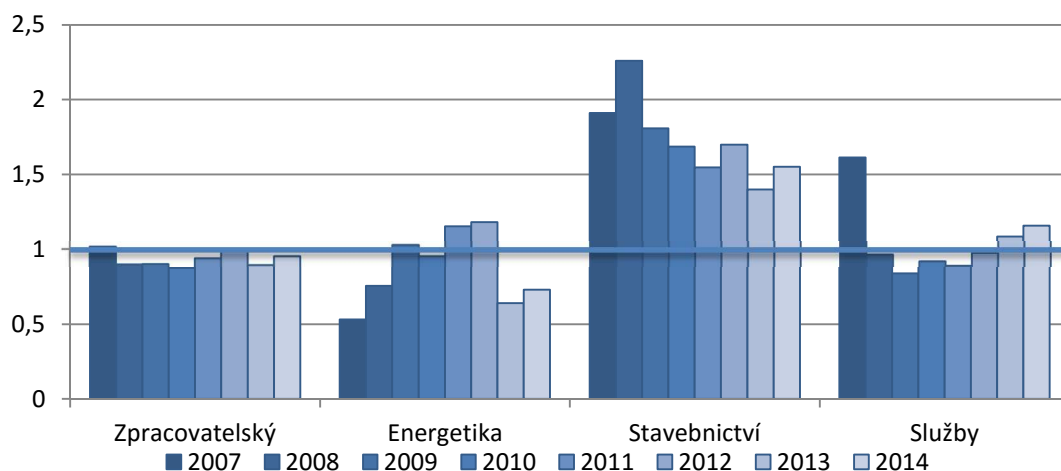
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
tempo růstu HDP	5,5%	2,7%	-4,8%	2,3%	2,0%	-0,9%	-0,5%	2,0%
tempo růstu průmyslové produkce	2,37%	0,72%	-10,37%	3,53%	2,76%	-2,23%	2,23%	-0,86%
tempa růstu výroby energie	1,1%	-5,31%	-1,42%	4,57%	1,97%	0,07%	-0,28%	n.a.
tempo růstu stavebnictví	6,10%	0,60%	-0,94%	-7,12%	-3,57%	-7,60%	-6,72%	4,31%
tempo růstu obratu ve službách	9,60%	3,40%	-10,60%	3,20%	3,50%	0,60%	0,50%	4,10%

Pramen: vlastní zpracování dle OECD a EUROSTAT (2016)

Vývoji ekonomiky odpovídá i vývoj tempa růstu průmyslové produkce i tempo růstu výroby energie. I zde je zaznamenán pokles průmyslové produkce a výroby energie mezi lety 2007 až 2009. V roce 2010 došlo k nárůstu průmyslové produkce, které bylo ovlivněno oživením na evropských trzích, na které směřovalo v té době dle Ministerstva průmyslu a obchodu České republiky 84 % produkce. Za negativní bylo možné v tom roce označit, že nedošlo k oživení domácí poptávky. Obavy z pokračující a nedořešené ekonomické krize v Evropě se podepsaly na spotřebě domácností. Také proto byl rok 2011 ve znamení menšího růstu ekonomiky a rok 2012 ve znamení propadu. Tyto skutečnosti se projeví i v ostatních oborech podnikání, které v tomto roce vykázaly zhoršenou situaci. Průmyslová produkce se v roce 2013 meziročně zvýšila o 2,23 % a po roce je možné zaznamenat znovu záporné hodnoty. V průběhu roku 2013 se pokles produkce v první polovině roku postupně snižoval (v 1. čtvrtletí byl pokles o 5,4 %, ve 2. čtvrtletí se snížil o 2,4 %), v druhé polovině byl zaznamenán postupný růst. V roce 2014 ekonomika dle údajů OECD zpomalila, ale v oblasti stavebnictví již došlo k výraznému oživení. Na celkovém ročním výsledku se projevilo oživení průmyslu v eurozóně a zejména v Německu. Spolu s těmito faktory došlo k postupně k oživení v české ekonomice podstatné části produkce v oblasti automobilového průmyslu, které se projevilo rostoucí poptávkou a zvýšením výroby. Zvyšovala se i produkce dodavatelských odvětví a oborů. Zejména v závěru roku 2014 se příznivě vyvíjela i

další významná odvětví zpracovatelského průmyslu (strojírenství, produkce hutí a kovárenských výrobků, gumárenský a plastikářský průmysl). I přes tento pokles Ministerstvo průmyslu a obchodu České republiky hodnotí hospodářský vývoj v roce 2014 jako „vyvážený a postavený na zdravých základech“ (MPO, 2015, s. 5)

Graf č. 8 Vývoj průměrných hodnot debt/equity ratio ve vybraných oborech podnikání České republiky v letech 2007 až 2014



Pramen: vlastní zpracování dle podkladů z databáze Amadeus

Tmavá vodorovná čára v grafu č. 8 na úrovni hodnoty 1 naznačuje rovnoměrné využití vlastních a cizích zdrojů financování. Hodnoty nad její úroveň signalizují větší míru využití cizích zdrojů financování. Z grafu č. 8 je patrné, že situace z hlediska využitých cizích zdrojů financování není jednoznačná. Na první pohled je však zřejmé, že se významně odlišuje vývojová tendence. V oblasti zpracovatelského průmyslu podniky v průměru inklinují k menšímu využití cizích zdrojů financování. Nejblíže k rovnovážnému stavu byly hodnoty roku 2007 a 2012. V ani jednom ze sledovaných let podniky v průměru nevykázaly tendenci k většímu využití cizích zdrojů financování. Tento obor i podle teoretických předpokladů inklinuje k rovnovážnému využití vlastních a cizích zdrojů financování.

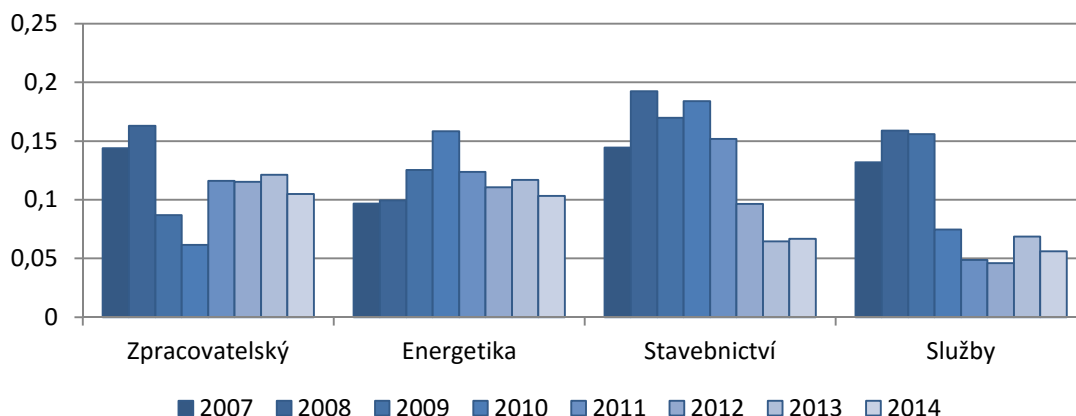
Energetika, podobně jako zpracovatelský průmysl, vykazuje nízkou ochotu k využití cizích zdrojů financování. Důvodem pro tuto skutečnost může být fakt, že společnosti v tomto oboru podnikání využívají zálohový systém placení za poskytované služby. K zúčtování dochází v delších intervalech, než je interval inkasování prostředků. Firmy

v oblasti energetiky proto mají k dispozici prostředky, které nejsou žádným způsobem zpoplatněny a jsou tudíž v procesu financování výhodné. Nicméně energetika zaznamenala i období s větším využitím cizích zdrojů financování. Jde o období, kdy byly realizovány investice v návaznosti na očekávané oživení ekonomiky. V roce 2010 sice ekonomika mírně oživila, ale v následujících letech se situace zhoršila a na to reagovaly i energetické společnosti.

Největší tendenci k využití cizích zdrojů financování v průměru i podle teoretických předpokladů mají podniky v oblasti stavebnictví. Ochota využívat cizí zdroje financování ve stavebnictví však v letech klesá a nejnižších hodnot je dosaženo v roce 2013. Pokles v ochotě využívat cizí zdroje financování je zaznamenán již od roku 2008. Podle hodnocení Euroconstructu byla léta 2000 až 2007 ve znamení velmi výrazného růstu tempa stavební produkce. V letech následujících pak došlo k výraznějšímu poklesu, který zpomalovaly státní zakázky zejména v oblasti stavby silnic a dálnic. Jak uvádí Růčková (2015), pokles využití cizích zdrojů financování vychází z poklesu stavební produkce. Tempo stavební produkce má v České republice od roku 2008 klesající tendenci. Tomu také odpovídá míra využití cizích zdrojů financování. Se snižováním objemu stavební produkce klesá i ochota využít cizí zdroje financování.

V oblasti služeb je možné konstatovat, že po poklesu ochoty využívat cizí zdroje se trend v roce 2011 obrátil. Za největší růst v této oblasti se bezesporu postaraly podniky z oblasti informační a komunikační, nicméně i v této oblasti služeb lze sledované období považovat za problematické z hlediska výkonnosti a to i přesto, že v této oblasti nedošlo k tak výraznému poklesu výkonnosti, jako tomu bylo v oblasti průmyslové produkce a stavebnictví. Poslední sledovaný rok je již ve znamení růstu obrátu v oblasti služeb, což se projevilo i v růstu využití cizích zdrojů financování.

Graf č. 9 Vývoj průměrných hodnot rentability vlastního kapitálu ve vybraných oborech podnikání České republiky v letech 2007 až 2014



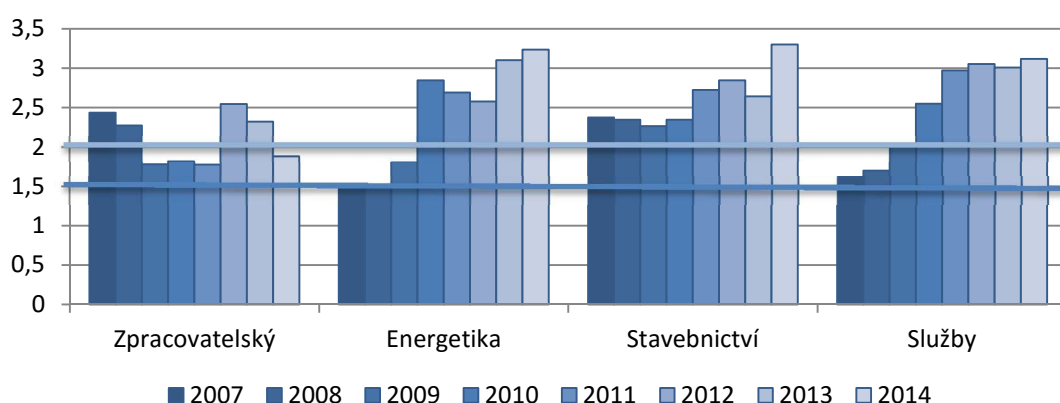
Pramen: vlastní zpracování dle podkladů z databáze Amadeus

Z grafu č. 9 je patrné, že vývoj průměrných hodnot rentability vlastního kapitálu nelze zobecnit. Každý ze sledovaných oborů podnikání reagoval ve sledovaném období rozdílně. Zpracovatelský průmysl má období největšího propadu hodnot mezi lety 2008 až 2010. V roce 2011 je zaznamenán výrazný nárůst a od té doby se průměrná hodnota rentability drží nad úrovní 10 %. Poslední tři sledované roky vykazují spolu s energetikou nejvyšší průměrné hodnoty rentability v ekonomice. Energetika je zároveň oborem, kde změny průměrných hodnot nebyly ve sledovaném období tak dramatické, i když se ani tomuto oboru podnikání nevyhnul výraznější pokles zejména mezi lety 2010 a 2011.

Zřejmě nejdramatičtější pokles však zaznamenaly průměrné hodnoty rentability ve stavebnictví mezi lety 2010 – 2013. Tento vývoj je pochopitelný především v kontextu vývoje stavební produkce, kde podle Euroconstructu od roku 2009 klesá tempo stavební produkce. Dle Kvartální analýzy (01/2014) rok 2013 byl již pátým rokem pokračujícího poklesu českého stavebnictví. Stavební produkce za rok 2013 klesla o 8,3 procenta a ve srovnání se svým vrcholem v roce 2008 pokleslo stavebnictví až o čtvrtinu (25,1 %). S výjimkou zlomového roku 2008, kdy rozsah blížící se krize ještě nebyl patrný, a roku 2009, kdy naopak v sektoru vypukla panika ohledně reálně nastoupivší krize. Nicméně i přes pokles stavební výroby je zřejmý ještě v roce 2010 růst rentability. Krize je z tohoto pohledu patrná až od roku 2011 a rok 2014 je rokem mírného oživení nejen z

pohledu vykázané průměrné míry rentability. V oblasti služeb je možné sledovat propad průměrných hodnot rentability vlastního kapitálu od roku 2008. K oživení z hlediska rentability dochází znovu až v roce 2013, což úplně nekoresponduje s vývojem tempa růstu obrátu ve službách a je tedy zřejmé, že v tomto oboru podnikání bylo období 2009 – 2013 spojeno s vysokou mírou nákladovosti.

Graf č. 10 Vývoj průměrných hodnot běžné likvidity (L3) ve vybraných oborech podnikání České republiky v letech 2007 až 2014

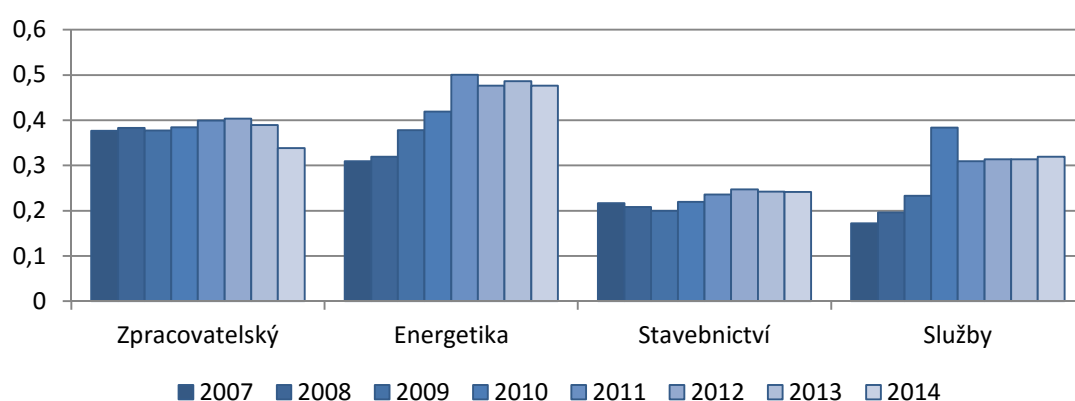


Pramen: vlastní dle podkladů z databáze Amadeus

Vývoj průměrné likvidity v jednotlivých oborech podnikání naznačuje graf č. 10. V grafu linie na úrovni hodnoty 1,5 vyjadřuje spodní a na úrovni hodnoty 2 horní hranici doporučeného pásma. V rámci těchto hodnot podle teoretických předpokladů nehrozí riziko nemožnosti hradit závazky. Ani jeden ze sledovaných oborů podnikání se ve sledovaných letech nedostal pod spodní hranici doporučeného pásma. Energetika, služby a stavebnictví vykazují vyšší hodnoty běžné likvidity než je horní hranice pásma po většinu sledovaného období. To je charakteristické i pro zpracovatelský průmysl v letech 2012 a 2013. Vyšší hodnoty L3 mohou být způsobeny různými faktory a na průměrných hodnotách nelze tyto faktory jednoznačně identifikovat. Vyšší hodnota může být spojena jak s vyšší hodnotou krátkodobého majetku, tak i nižší hodnotou krátkodobých cizích zdrojů. Za vyššími hodnotami může být i vědomá snaha předejít případným problémům s platební schopností v době ekonomické recese. Stejně tak za rostoucí hodnotou průměrného ukazatele může být i rostoucí objem pohledávek a potenciálně také hrozba druhotné platební neschopnosti. Lze to tvrdit i na základě informací společnosti Creditreform, která ve své studii (2015) potvrzuje rostoucí

tendenci bankrotů společností. Obavy z rostoucího počtu bankrotů by tedy mohly podpořit úvahy o zvýšené snaze zajištění platební schopnosti a také o potenciálu druhotné platební neschopnosti. Společnost Creditreform (2015) označuje za nejrizikovější oblast z hlediska bankrotů odvětví služeb, které je spojeno s více než třetinou všech registrovaných bankrotů v České republice v roce 2014.

Graf č. 11 Vývoj průměrných hodnot dlouhodobého majetku na celkovém objemu majetku ve vybraných oborech podnikání České republiky v letech 2007 až 2014



Pramen: vlastní zpracování dle podkladů z databáze Amadeus

Z grafu č. 11 je zřejmé, že zpracovatelský průmysl disponuje strukturou dlouhodobého majetku na celkových aktivech v rozmezí mezi 35 a 40 % v celém sledovaném období, přičemž nejnižší úroveň dosáhl v roce 2014. Zpracovatelský průmysl je spojován s nutnou existencí dlouhodobého majetku, která podpoří hlavní podnikatelskou činnost. Některé prameny uvádí, že se jedná o průmysl, který vykazuje vyváženou majetkovou strukturu. V tomto kontextu však můžeme konstatovat, že v České republice tomu tak není, že podíl dlouhodobého majetku na celkových aktivech je mírně nižší. K vyvážené majetkové struktuře se nejvýznamněji blíží energetika. U tohoto oboru je však možné nalézt i největší rozdíly ve sledovaných letech. Zatímco v roce 2007 se pohyboval podíl dlouhodobého majetku na úrovni 30 %, v roce 2011 byl na úrovni 50 % a po té se situace stabilizovala na úrovni 48 %. V tomto oboru podnikání jsou však jak společnosti, které elektrickou energii vyrábějí, tak i ty které se zabývají distribucí. Průměrný objem dlouhodobých aktiv na celkové hodnotě majetku se ve stavebnictví od roku 2012 stabilizoval na hodnotě blízké 25 %. Je tedy zřejmé, že vývoj stavební produkce se projevil spíše růstem a následnou stabilizací objemu stálého majetku.

Relativně nízký podíl dlouhodobého majetku je ve stavebnictví obvyklý, neboť realizace zakázek různého typu vyžaduje rovněž flexibilitu z hlediska využívané techniky. Stavební společnosti pak častěji využívají operativní leasing na techniku, která by pro jiné zakázky nenašla uplatnění. Z hlediska účetního se u většiny českých firem tento zdroj financování nepromítá na straně pasív, ale na straně aktiv v účtech časového rozlišení.

4.4.2 Maďarsko

Z tabulky č. 6 je patrné, že ve srovnání s českou ekonomikou prodělala maďarská ekonomika lepší vývoj až od roku 2012, od kterého je možné z hlediska tempa růstu HDP zaznamenat růst, což v České republice nenastalo.

Tabulka č. 6 Hodnocení vývoje maďarské ekonomiky pomocí vybraných ukazatelů

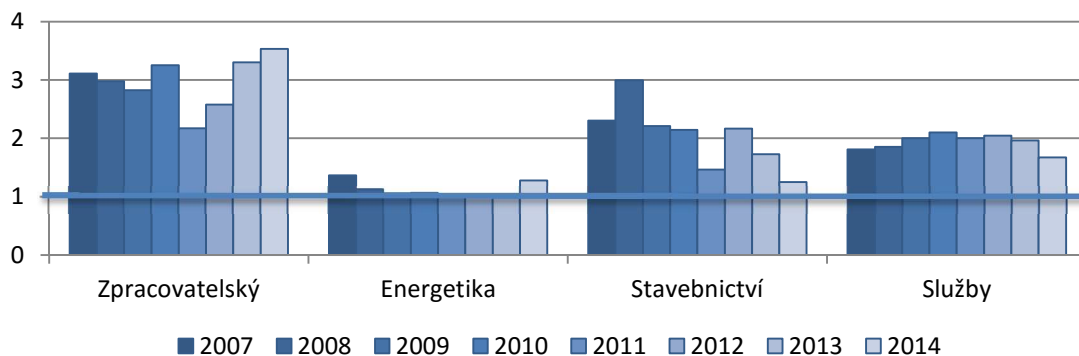
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
tempo růstu HDP	0,4%	0,8%	-6,6%	0,7%	1,8%	-1,7%	1,9%	3,7%
tempo růstu průmyslové produkce	0,82%	4,58%	-13,57%	14,29%	0,96%	-9,80%	6,55%	-1,09%
Tempa růstu výroby energie	0,50%	0,44%	-10,80%	3,81%	-3,12%	-3,55%	-13,34%	n.a.
tempo růstu stavebnictví	-4,00%	-3,20%	-4,39%	-10,47%	-7,83%	-6,72%	8,40%	13,57%
Tempo růstu obrátu ve službách	1,10%	3,50%	-5,90%	2,30%	-1,50%	1,60%	7,80%	8,80%

Pramen: vlastní zpracování dle OECD a EUROSTAT (2016)

Výkon maďarské ekonomiky v roce 2014 předčil očekávání, neboť ekonomika, podle posledních údajů, vzrostla o plných 3,7 %, což je nejvyšší růst ze všech členských států Evropské unie. Překvapivý výsledek je však přičítán dočasně příznivým faktorům (loňské příznivé klimatické podmínky v zemědělství (přispělo 12 % k růstu), zlepšující se odbytová situace na evropském trhu) a různými opatřeními vlády s cílem posílit politickou moc a ovládnout státní sektor a ekonomiku země. Vláda se však dostává stále více do ostřejších konfliktů se svými partnery jak v EU a USA, tak s domácími či zahraničními subjekty. Struktura ekonomiky se liší od rozložení v České republice. Ve struktuře maďarského hospodářství je patrný vyšší podíl zemědělství, které spoléhá

hlavně na úrodnou půdu. Průmysl, jehož význam je nižší než v ČR, se orientuje na těžbu, hutnictví, stavební materiály či strojírenství. Uvnitř průmyslového sektoru byly sice zaznamenány v roce 2014 lepší výsledky než v roce 2013 v celkem v 11 ze 13 subsektorů průmyslové výroby, z čehož nejlepší výsledky byly zaznamenány ve výrobě automobilů, avšak celkově to vedlo ke zpomalení a poklesu tempa růstu průmyslové produkce. Roste především zemědělská výroba a výroba potravin. Podle Eurostatu bylo dokonce Maďarsko v roce 2014 hodnoceno jako země s nejrychleji rostoucí ekonomikou. V tomto kontextu je zajímavý vývoj výroby energie, kde jsme mohli zaznamenat setrvávající propad i přes příznivý vývoj ve všech ostatních odvětvích. Zřejmě nejvýraznější změnu zaznamenalo stavebnictví. Zatímco do roku 2012 kopírovalo maďarské stavebnictví vývoj v Evropě a prodělávalo krizový vývoj, v roce 2013 byla stavební výroba o 8,4% vyšší než v předchozím roce a její hodnota činila 1 793,6 mld. HUF. Zvýšila se produkce v obou hlavních skupinách. Objem stavby budov byl o 10,4 % vyšší než v předchozím roce a činil 914,6 mld. HUF. Zvýšení bylo způsobeno hlavně výstavbou průmyslových budov, naproti tomu se stavby bytů i nadále snižovaly. Ostatní stavby se zvýšily o 8,6 % (879 mld. HUF) a to díky pracím na rozvoji dopravní infrastruktury. V rámci podnikání ve stavebním průmyslu bylo za rok 2013 uzavřeno o 29,5 % nových smluv a jejich hodnota činila 2 005,8 mld. HUF. Výrobní ceny stavebního průmyslu se ve stavebnictví v roce 2013 zvýšily v průměru o 1,9 %. Stejně pozitivní vývoj vykazuje z hlediska tempa růstu obratu oblast služeb, kde po krizových letech 2009 a 2011 můžeme od roku 2012 zaznamenat permanentní růst a v roce 2014 má ze sledovaných ukazatelů druhý nejvyšší přírůstek oproti předchozímu roku. Vývoj tedy naznačuje, že oživení ekonomiky by mohlo přinést větší využití cizích zdrojů financování, zlepšení rentability vlastního kapitálu a celkovou stabilizaci ve všech sledovaných ukazatelích. Průměrné podíl cizích zdrojů financování na vlastním kapitálu v jednotlivých oborech podnikání zachycuje graf č. 12.

Graf č. 12 Vývoj průměrných hodnot debt/equity ratio ve vybraných oborech podnikání v Maďarsku v letech 2007 až 2014

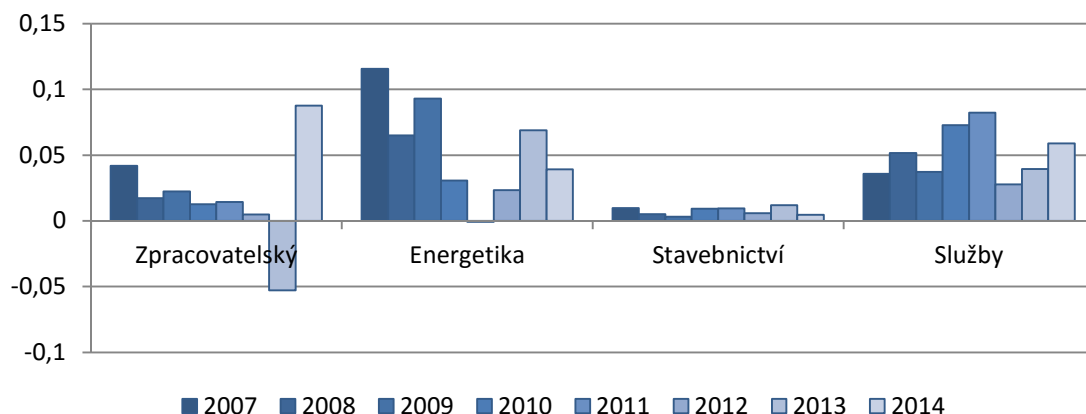


Pramen: vlastní zpracování dle podkladů z databáze Amadeus

Graf č. 12 naznačuje, že situace z hlediska využívání cizích zdrojů je diametrálně odlišná od situace v České republice. Zatímco v českých oborech podnikání převažovalo v průměru větší využití vlastních zdrojů financování, maďarské společnosti dluhové financování v průměru upřednostňují. Největší podobnost můžeme nalézt v oblasti stavebnictví. Z grafu č. 12 je patrné, že v letech 2007 až 2014 ve stavebnictví výrazně poklesla ochota využívat cizí zdroje financování. Zatímco na počátku sledovaného období byl objem využívaných cizích zdrojů 2-3krát větší než objem vlastních zdrojů, rok 2014 už vykazuje průměrné hodnoty na úrovni vyrovnaného poměru mezi vlastními a cizími zdroji financování. Zajímavá je i skutečnost, že ačkoliv se situace z hlediska tempa růstu vývoje stavební výroby v letech 2013 a 2014 vylepšovala (Euroconstruct, 2015), využití cizích zdrojů dále klesalo. Nejvyváženější podíl mezi cizími a vlastními zdroji financování můžeme vidět v oblasti energetiky, která pouze v krajních sledovaných letech vykazala příklon k cizím zdrojům financování. Největší podíl využitých cizích zdrojů financování nalezneme ve zpracovatelském průmyslu, který také jako jediný v posledních čtyřech letech zaznamenal rostoucí tendenci a dostal se až na 3,5 násobek hodnoty vlastního kapitálu.

Z grafu č. 13 je však zároveň patrné, že tato vývojová tendence neodpovídá očekáváním z hlediska využitých cizích zdrojů financování. Na základě průměrných hodnot rentability vlastního kapitálu právě jejich využití nešlo vždy ve prospěch rentability.

Graf č. 13 Vývoj průměrných hodnot rentability vlastního kapitálu ve vybraných oborech podnikání v Maďarsku v letech 2007 až 2014



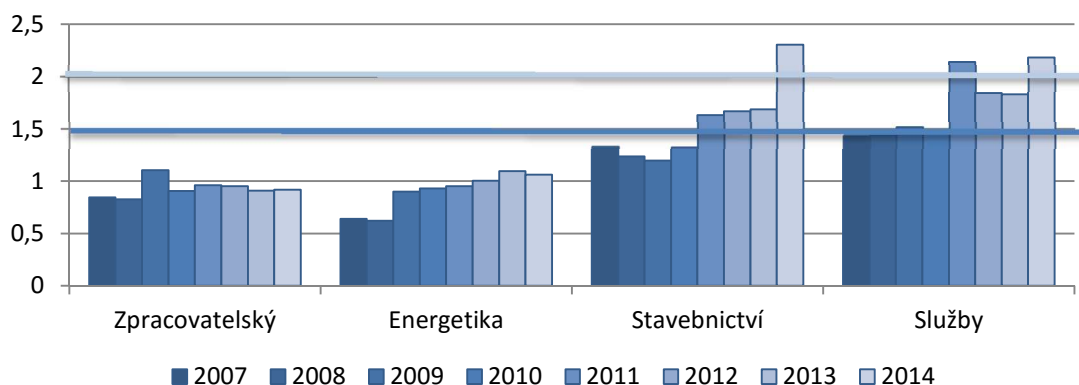
Pramen: vlastní zpracování dle podkladů z databáze Amadeus

Z grafu č. 13 je patrné, že ačkoliv maďarská ekonomika byla v posledních třech letech výrazně rostoucí, ne všechny obory podnikání na to z hlediska rentability již zareagovaly. Nejdelší období poklesu má za sebou s mírnými výkyvy zpracovatelský průmysl. V něm se hodnota ROE dokonce dostala v roce 2013 do záporných hodnot. Nejvýraznější kolísání je patrné v oblasti energetiky. Zajímavá je tato skutečnost zejména v kontextu využitého dluhového financování, protože jak již bylo řečeno, jde o obor podnikání s nejstabilnějším poměrem vlastního a dluhového financování. Z toho se dá usuzovat, že v maďarských energetických společnostech nebude mít v průměru způsob financování příliš významný vliv. Ani v oblasti služeb vývoj rentability nekoresponduje s vývojem využitých zdrojů financování. Mezi lety 2007 – 2011 má rentabilita vlastního kapitálu kolísavou tendenci a od roku 2012 již vývoj rentability odpovídá vývoji tempa růstu obrátu ve službách. S nárůstem obrátu postupně začala růst i rentabilita a začal klesat i podíl dluhového financování, to opět nenaznačuje pozitivní vliv využitého dluhového financování.

Posledním oborem podnikání v tomto výčtu je stavebnictví, které prodělalo nejproblematictější vývoj (viz tabulka č. 6). Dá se říct, že tempu růstu ve stavebnictví také odpovídá úroveň průměrné rentability, která je nejnižší ze všech oborů podnikání, ačkoliv i stavebnictví patří k oborům podnikání s vyšší mírou využitých cizích zdrojů financování. Vzhledem k výsledkům plynoucím ze srovnání dluhového poměru

s vývojem rentability v maďarské ekonomice bude zajímavé zjistit, zda nižší úroveň rentability povede společnosti k většímu zabezpečení chodu společností z hlediska likvidity. Vývoj průměrných hodnot likvidity shrnuje graf č. 14.

Graf č. 14 Vývoj průměrných hodnot běžné likvidity ve vybraných oborech podnikání v Maďarsku v letech 2007 až 2014

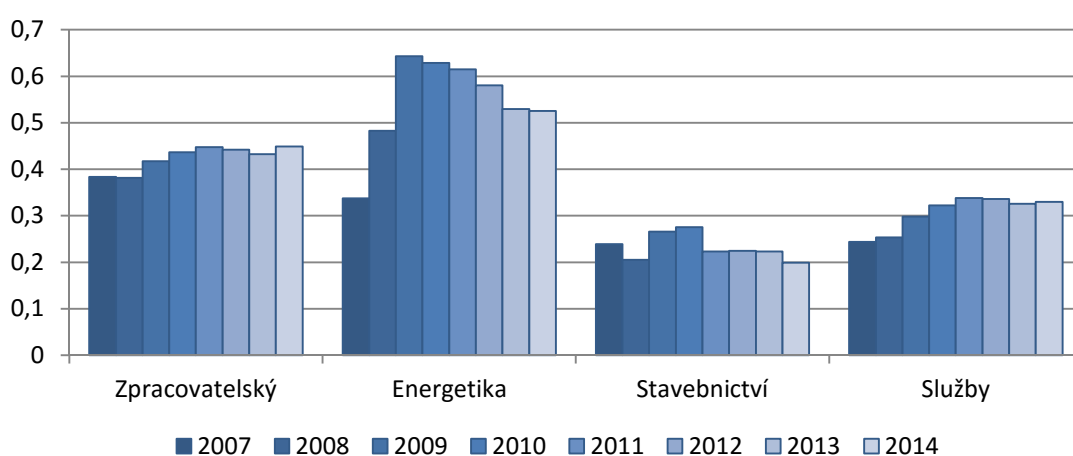


Pramen: vlastní zpracování dle podkladů z databáze Amadeus

Z hlediska hodnot běžné likvidity je z grafu č. 14 patrné, že maďarské společnosti v oblasti zpracovatelského průmyslu a energetiky po celou sledovanou dobu drží průměrné hodnoty velmi výrazně pod hranicemi doporučeného pásma pro tento druh likvidity. Zarážející je tato situace zejména ve zpracovatelském průmyslu, v němž hodnota dluhového financování převyšuje vlastní zdroje financování až trojnásobně. Navíc je nízká úroveň likvidity spojena s nízkou, resp. klesající hodnotou rentability. Rozhodně tedy nelze považovat nízké hodnoty L3 za pozitivní; a mohou naznačovat potenciální problémy z hlediska platební schopnosti podniků v oblasti zpracovatelského průmyslu. Negativní situaci lze doložit také studií společnosti Creditreform (2015, 2016). Ze studie je patrné, že mezi lety 2010 až 2012 v Maďarsku velmi výrazně vzrostl počet insolventních společností. V roce 2013 bylo dokonce Maďarsko zemí s největším počtem insolventních podniků ve střední a východní Evropě. Podle společnosti je tento negativní stav dán především výrazným poklesem veřejných investičních akcí. Zlepšení úrovně likvidity můžeme nejdříve zaznamenat v oblasti služeb, které zároveň ve stejném období vykazují růst rentability a pokles úrovně dluhového financování. To by tudíž nenaznačovalo, že by společnosti s rostoucím podílem dluhového financování měly tendenci více zajišťovat likvidní pozici a že s klesající rentabilitou roste likvidita.

Také stavebnictví ve stejném období dosahuje doporučených hodnot, avšak i tento obor podnikání je v tomtéž období spojen s poklesem rentability při menším podílu využitých cizích zdrojů financování. Vzhledem k celkové situaci v oblasti platební schopnosti podniků bude zajímavé zjistit, zda je vývojová tendence podpořena alespoň dlouhodobým majetkem, který je vnímán jako záruka z hlediska dluhového financování.

Graf č. 15 Vývoj průměrných hodnot podílu dlouhodobého majetku na celkových aktivech ve vybraných oborech podnikání v Maďarsku v letech 2007 až 2014



Pramen: vlastní zpracování dle podkladů z databáze Amadeus

Z grafu č. 15 je patrné, že obory s nejnižším podílem dlouhodobého majetku na celkových aktivech jsou stavebnictví a služby. Ve službách je podíl dlouhodobého majetku více méně stabilní již od roku 2010, což znamená, že v tomto oboru neprobíhaly investice ve významnější míře a stav majetku byl spíše udržován. Ještě nižší podíl nalezneme ve stavebnictví, které, jak již bylo řečeno, prošlo velmi výrazným krizovým vývojem a není proto divu, že mezi lety 2010/2011 podíl dlouhodobého majetku klesl na úroveň 22 % celkových aktiv a na této hodnotě se držel až do roku 2013. V roce 2014 nastal další pokles, tentokrát na úroveň necelých 20 %. Dá se předpokládat, že vývoj v oblasti dlouhodobého majetku je důsledkem tempa růstu stavební produkce a že s růstem ekonomiky dojde i k investicím v tomto oboru podnikání.

Naopak nejvyšší podíl dlouhodobého majetku je patrný v oblasti energetiky. V tomto oboru, stejně jako v energetice České republiky, byl vysoký podíl očekáván, neboť se

jedná o obor podnikání závislý na přenosové soustavě, a tudíž i na dlouhodobém majetku. V Maďarsku, podobně jako v České republice, podíl dlouhodobého majetku klesá. To může být spojeno s poklesem tempa růstu výroby energie, i celkovou výkonností ekonomiky, na níž je spotřeba energie do značné míry závislá. Ve zpracovatelském průmyslu podíl dlouhodobého majetku mírně narůstal do roku 2011. V roce 2012 se investice zastavily či zpomalily a jejich znovuoživení je patrné až v roce 2014.

4.4.3 Polsko

Polsko má oproti České republice, Maďarsku i Slovensku nespornou výhodu v tom, že se jedná o největší zemi z hlediska teritoriálního a také vzhledem k počtu obyvatel. V tomto ohledu má výhodu především ve velikosti domácího trhu. Zatímco většina zemí v Evropské unii mezi lety 2008 – 2010 bojovala s dopady celosvětové finanční krize, Polsko nebylo krizovým vývojem zasaženo téměř vůbec. Ačkoliv můžeme z hlediska tempa růstu HDP pozorovat v některých letech zpomalení tempa, v ani jednom ze sledovaných let není zaznamenána záporná hodnota. Podle polských analytiků je to důsledek většího využívání evropských fondů a také významný růst veřejných investic spojených především s pořádáním mistrovství Evropy ve fotbale v roce 2012. Od roku 2012 také polská ekonomika výrazně zpomalila, což dokumentuje tabulka č. 7.

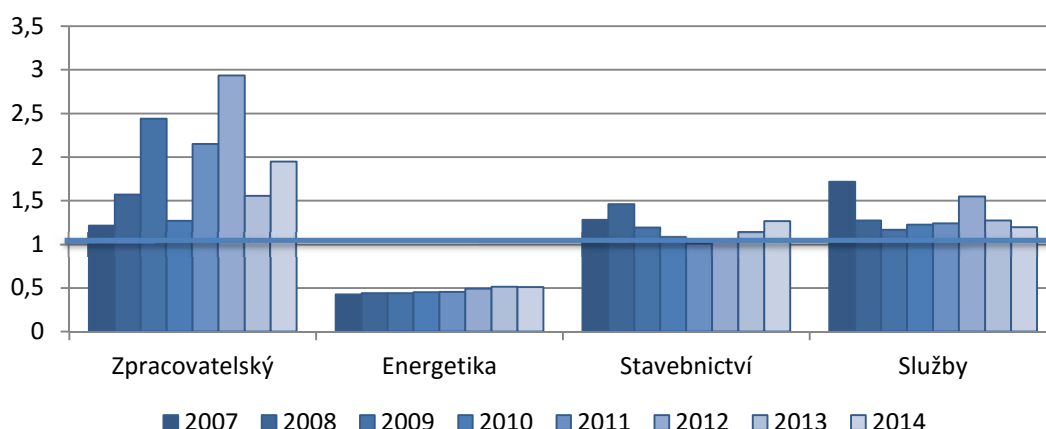
Tabulka č. 7 Hodnocení vývoje polské ekonomiky pomocí vybraných ukazatelů

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
tempo růstu HDP	7,2%	3,9%	2,6%	3,7%	5,0%	1,6%	1,3%	3,3%
tempo růstu průmyslové produkce	6,87%	-3,35%	-10,06%	5,14%	6,67%	1,35%	5,77%	0,48%
tempa růstu výroby energie	-1,6%	-2,69%	-2,53%	4,04%	3,80%	-0,85%	1,62%	n.a.
tempo růstu stavebnictví	12,70%	11,30%	4,60%	3,82%	15,30%	-5,19%	-10,29%	4,32%
tempo růstu obrátu ve službách	13,30%	9,50%	-1,30%	6,90%	10,30%	5,60%	4,00%	1,90%

Pramen: vlastní zpracování dle OECD a EUROSTAT (2016)

Polské stavebnictví oproti situaci v České republice a Maďarsku nemá za sebou krizový vývoj z hlediska tempa poklesu. Růst byl zastaven až v roce 2012 a teprve pro rok 2013 je zaznamenán výrazný pokles o více než 10 %. Hluboký pokles oboru je do jisté míry důsledkem vysoké srovnávací základny v roce 2012, kdy zejména v 1. pol. 2012 kulminovaly dokončovací stavební práce před EURO 2012 (ME ve fotbale).² S cílem uspišit realizaci investic, byl novelizován zákon o investicích. Proces realizace investice byl zkrácen, především proces získávání pozemků potřebných pro výstavbu silnic. Zákon nahradil dvě rozhodnutí (rozhodnutí o stanovení lokalizace silnice a rozhodnutí o povolení stavby) jedním rozhodnutím (rozhodnutí o povolení realizace investice). Nejhuře na tom byla oblast energetiky, která zejména v první polovině sledovaného období vykazovala velmi výrazný pokles tempa růstu výroby energie. V roce 2010 se situace přechodně zlepšila, avšak v následujícím období se tempo růstu zpomalilo a v roce 2012 znovu došlo k propadu. Služby jako jediný obor podnikání vykázal pokles pouze v jediném roce. Zbývající období jsou vždy rostoucí, i když intenzita je v tomto ohledu různá. Vzhledem k rozdílné situaci v oborech podnikání bude zajímavé sledovat všechny analyzované ukazatele. Z grafu č. 16 je patrné, že zatímco v předchozích dvou zemích bylo možné zaznamenat pokles ochoty využívat cizích zdrojů financování, tak Polsko má na začátku sledovaného období opačnou vývojovou tendenci zejména v oblasti zpracovatelského průmyslu a stavebnictví.

Graf č. 16 Vývoj průměrných hodnot debt/equity ratio v Polsku v letech 2007 až 2014



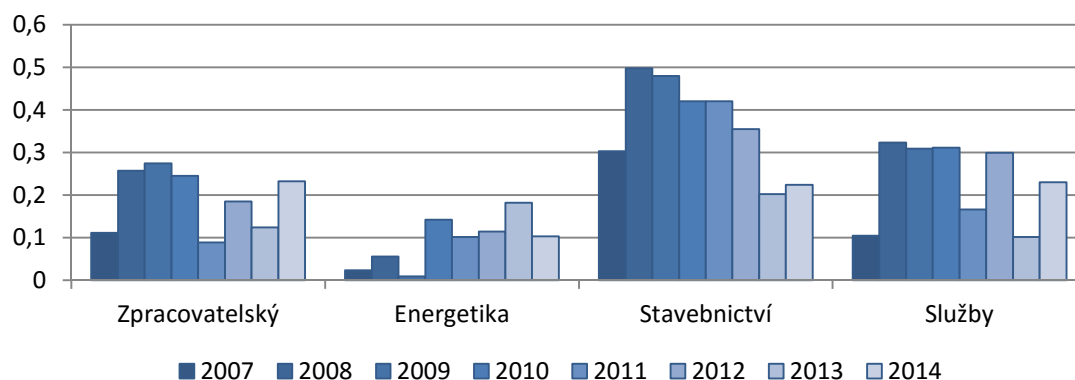
Pramen: vlastní zpracování dle podkladů z databáze Amadeus

² <http://www.businessinfo.cz/cs/clanky/polsko-ekonomicka-charakteristika-zeme-19064.html>

Obecně však z hlediska podílu dluhového financování polské podniky inklinují k vyrovnané kapitálové struktuře v oblasti stavebnictví a služeb, kde od roku 2008 podíl dluhového financování nepřekročil 1,6 násobek hodnoty vlastního kapitálu. Nejméně závislým oborem podnikání na dluhovém financování je jednoznačně energetika, kde vlastní kapitál téměř dvakrát převyšoval objem dluhového financování. Energetika je však zároveň oborem podnikání, kde bylo možné zaznamenat velmi výrazné zpomalení tempa růstu výroby energie a to zejména na počátku sledovaného období.

Jediným oborem podnikání, který vykazuje výraznější výkyvy z hlediska struktury zdrojů financování a který také jednoznačně výrazněji využívá dluhové financování, je zpracovatelský průmysl. V roce 2012 podíl dluhového financování byl téměř na trojnásobku hodnoty vlastního kapitálu, zatímco v letech 2007 nebo 2010 byla hodnota jen 1,2 násobná. Ke zpomalení tempa růstu průmyslové produkce je možné zaznamenat v letech 2008 – 2009, což znamená, že zpracovatelský průmysl mohl v roce 2010 zareagovat obavami z čerpání dluhového financování a proto i podíl DER klesal. Důvodem poklesu ale nemusí být jen obava vývoje průmyslové produkce, ale také pokles výsledku hospodaření a s ním spojená obava s nemožností hradit úroky z úvěrů. V tomto kontextu bude znovu zajímavé sledovat, zda změny, resp. stabilita kapitálové struktury povede ke stabilitě nebo rozkolísanosti průměrné rentability v jednotlivých oborech podnikání.

Graf č. 17 Vývoj průměrných hodnot rentability vlastního kapitálu v jednotlivých oborech podnikání v Polsku v letech 2007 až 2014

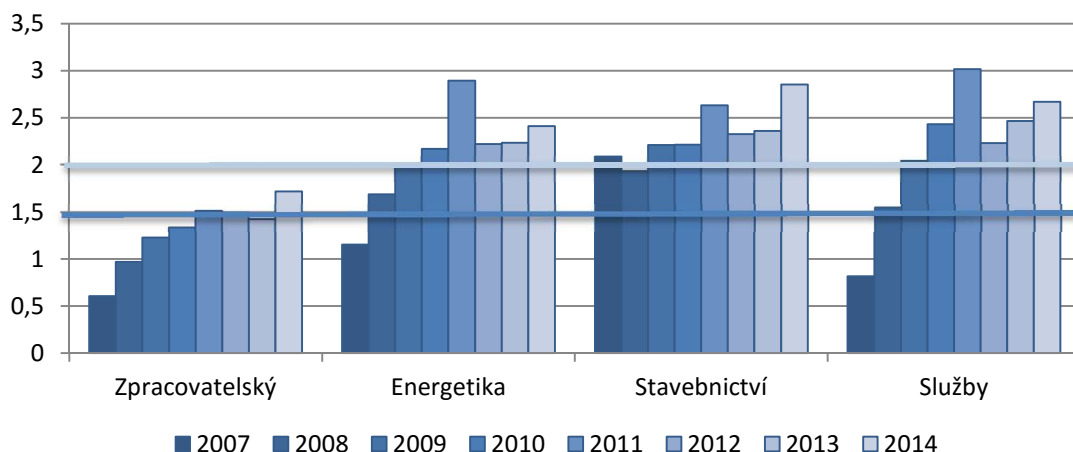


Pramen: vlastní zpracování dle podkladů z databáze Amadeus

Vývoj průměrných hodnot rentability znázorněný v grafu č. 17 odpovídá již zmíněnému vývoji ekonomiky, která byla ve znamení růstu veřejných investic zejména v oblasti stavebnictví mezi lety 2008 – 2011. Stavebnictví také z hlediska ROE dosahuje nadstandardních hodnot do roku 2012. Léta 2013 – 2014 jsou již v porovnání s předchozími lety ve znamení prudkého poklesu. Je to logický důsledek výrazného zpomalení tempa růstu stavebnictví (viz tabulka č. 7). V komparaci s průměrnými hodnotami využitého dluhového financování nelze vidět jednoznačnou souvislost mezi využitým dluhovým financováním a ROE, ačkoliv vývojová tendence napovídá, že by právě v tomto podnikání mohlo dluhové financování vést k růstu rentability. Konkretizace vztahu DER a ROE je součástí korelační analýzy a panelové regrese.

Podobnou vývojovou tendenci hodnot ROE je možné zaznamenat v oblasti zpracovatelského průmyslu a v oblasti služeb zejména v letech 2011 – 2014. Právě v tomto období vývojová tendence odpovídá zpožděným hodnotám tempa růstu. Z hlediska vývojové tendence odpovídá ve zpracovatelském průmyslu i vývoj DER a ROE. V letech 2007 – 2009 s růstem rentability rostlo i využití cizích zdrojů financování. U obou ukazatelů je pak možné v roce 2010 zaznamenat pokles a i v následujících letech se hodnoty pohybují stejně, tedy s růstem ROE roste DER a opačně. Ve službách je vývoj využitých cizích zdrojů financování a vývoj rentability spíše protichůdný. Opět bude potřeba z hlediska potvrzení tohoto tvrzení vyčkat na výsledky korelační analýzy a panelové regrese. Posledním oborem podnikání je energetika. V tomto oboru podnikání jsme již konstatovali nejnižší úroveň využitých cizích zdrojů financování. V letech 2007 – 2009 jsou s tímto trendem spojeny také nízké hodnoty ROE. Od roku 2010 se průměrné hodnoty výrazně zvýšily. Vývojová tendence zareagovala na tempa růstu vývoje energie. Rok 2014 z tohoto pohledu však nelze vyhodnotit, neboť pro tuto hodnotu nebylo možné dohledat data. V grafu č. 18 můžeme sledovat vývoj ukazatele běžné likvidity, což by pro oblast energetiky mělo znamenat, že při menším využití cizích zdrojů financování nebude nezbytně nutné držet vysokou hodnotu likvidity.

Graf č. 18 Vývoj průměrných hodnot běžné likvidity v jednotlivých oborech podnikání v Polsku v letech 2007 až 2014



Pramen: vlastní zpracování dle podkladů z databáze Amadeus

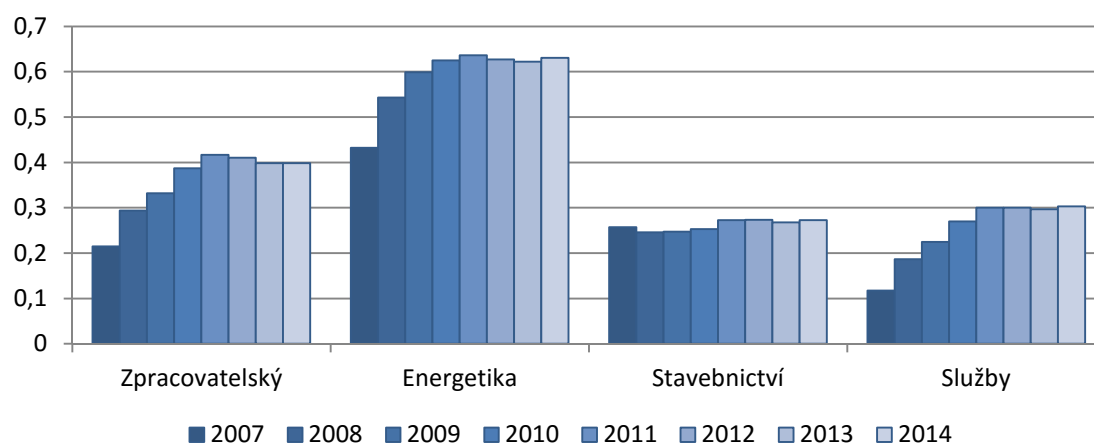
Z grafu č. 18 je však patrné, že téměř všechny obory podnikání v posledních čtyřech letech v průměru udržují velmi vysokou úroveň likvidity, která přesahuje i horní hranici doporučeného pásma. To také může znamenat, že takto nadměrně držená likvidita může mít negativní vliv na rentabilitu v daném odvětví. To může naznačovat vysoké držení finančních prostředků v hotovosti nebo velmi nízký podíl krátkodobých cizích zdrojů financování, avšak analýza tohoto vztahu nebyla prioritně zkoumána. Negativní vliv vysoké likvidity na úroveň rentability se nepotvrzuje ve stavebnictví, neboť v tomto odvětví jsme zároveň mohli zaznamenat jedny z nejvyšších hodnot rentability. Jediným odvětvím, které dlouhodobě drželo úroveň běžné likvidity pod hodnotou 1,5 nebo těsně na její hodnotě, je zpracovatelský průmysl.

Zpracovatelský průmysl byl zároveň oborem podnikání, v rámci něhož byla zaznamenána vysoká úroveň využití dluhového financování. To však tedy znamená, že podniky v tomto oboru podnikání neměly tendenci většího zajištění platební schopnosti při zvýšeném dluhovém financování a dá se předpokládat, že svou pozornost zaměřovaly na dosahování rentability.

Stavebnictví a služby stejně jako energetika udržují vysokou úroveň likvidity. S klesající rentabilitou rostla likvidita v oblasti stavebnictví, avšak zároveň klesal podíl cizích zdrojů financování. Ve službách úroveň průměrné likvidity rostla velmi

výrazným způsobem až do roku 2011. Při velmi vysoce držené likviditě v roce 2011 významně poklesla průměrná úroveň rentability, přitom v oblasti stavebnictví je relativně vyvážený podíl vlastních a cizích zdrojů financování, pouze s mírným příklonem k dluhovému financování. Po propadu likvidity v roce 2012 opět začaly hodnoty běžné likvidity růst. Za růstem likvidity může být růst krátkodobého majetku nebo naopak pokles krátkodobých cizích zdrojů financování. Avšak stabilitu v odvětví může přinést i dlouhodobý majetek, takže i v Polsku bude poslední sledovanou veličinou podíl dlouhodobého majetku na celkových aktivech.

Graf č. 19 Vývoj průměrných hodnot podílu dlouhodobého majetku na celkových aktivech v jednotlivých oborech podnikání v Polsku v letech 2007 až 2014



Pramen: vlastní zpracování dle podkladů z databáze Amadeus

Z grafu č. 19 vyplývá, že nadprůměrné držení dlouhodobého majetku je možné zaznamenat v oblasti energetiky. Je to situace podobná situaci v České republice. I zde bude platit, že se jedná o obor podnikání, který je velmi výrazně závislý na přenosové soustavě, což také znamená, že se dlouhodobě předpokládají investice do dlouhodobého majetku. Avšak znovu je potřeba zdůraznit, že dlouhodobý majetek bude v těchto společnostech prioritně financován z vlastních zdrojů, neboť rostoucí podíl dlouhodobého majetku na celkových aktivech je spojen jen s velmi malým nárůstem DER.

Druhým oborem, který disponuje vyšším podílem dlouhodobého majetku na celkových aktivech, je zpracovatelský průmysl. Opět se jedná o obor podnikání, který je na

existenci dlouhodobého majetku závislý. Podíl kolem 40% je obvyklý i v ostatních zemích. Na základě průměrných hodnot nelze jednoznačně usuzovat, zda existence dlouhodobého majetku je podpůrným ukazatelem pro využití dluhového financování, neboť, jak již bylo řečeno, dluhové financování sice ve zpracovatelském průmyslu převažuje, ale jeho úroveň je v čase velmi rozkolísaná, což hodnoty SAA nevykazují. Dalo by se však říci, že bude do určité míry zajišťovacím prostředkem vzhledem k nízkým hodnotám likvidity.

Stavebnictví a služby v Polsku patří k oborům podnikání, které v průměru drží hodnotu dlouhodobého majetku mezi 30 – 40 % podílu na celkových aktivech. Nízký podíl opět koresponduje s vývojem v ostatních zemích, neboť jak v Maďarsku, tak i v České republice, byly zaznamenány v obou oborech nižší podíly dlouhodobého majetku. Opět to vyplývá z podstaty podnikatelské činnosti a z nutnosti dlouhodobým majetkem disponovat. Oba obory inklinují k využití dlouhodobého majetku formou pronájmu, resp. formou operativního leasingu. V kontextu s podporou dluhového financování ani v těchto oborech není odpověď jednoznačná, protože vývoj položek je rozdílný a bude nutné jej podpořit korelační analýzou a panelovou regresí.

4.4.4 Slovensko

V porovnání s vývojem v České republice vykazuje slovenská ekonomika příznivější vývoj, i když ani zde to nelze označit jako růst. Z tabulky č. 8 je patrné, že mezi lety 2007 až 2009 je vidět prudký pokles výkonnosti ekonomiky. V roce 2010 se slovenská ekonomika nacházela v pozici kolísání mezi oživením a hrozbou opětovné recese. Recese se dostavila na přelomu let 2012 a 2013. Bylo to období výrazného oslabení ekonomického růstu³. Rok 2013 je v publikaci Morvaye⁴ (2014) označován jako období druhé vlny krize slovenské ekonomiky.

³ <http://ekonom.sav.sk/sk/publikacie/-p222>

⁴ <http://ekonom.sav.sk/sk/publikacie/-p245>

Tabulka č. 8 Hodnocení vývoje slovenské ekonomiky pomocí vybraných ukazatelů

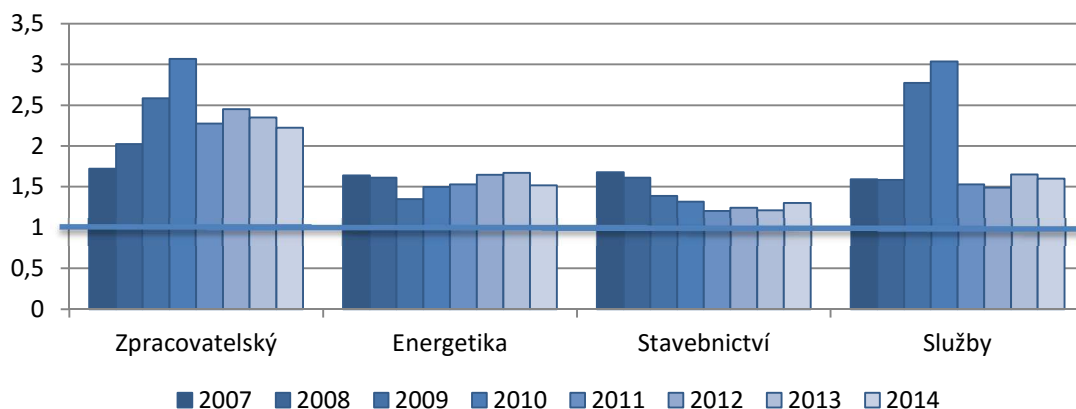
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
tempo růstu HDP	10,8%	5,7%	-5,5%	5,1%	2,8%	1,5%	1,4%	2,5%
tempo růstu průmyslové produkce	2,88%	3,09%	-14,28%	1,48%	2,87%	5,93%	-1,03%	3,84%
Tempa růstu výroby energie	2,30%	3,41%	-9,54%	5,51%	2,59%	0,18%	3,96%	n.a.
tempo růstu stavebnictví	6,00%	11,00%	-11,31%	-4,64%	-1,79%	-12,47%	-5,25%	-4,15%
Tempo růstu obratu ve službách	8,30%	8,70%	-18,00%	1,20%	3,50%	5,80%	5,70%	4,60%

Pramen: vlastní zpracování dle OECD a EUROSTAT (2016)

Slovenská ekonomika však jen kopírovala celoevropský vývoj. Podle Morvaye (2015) však v roce 2014 slovenská ekonomika vykazuje růst v návaznosti na růst evropské ekonomiky a za pozitivní označují fakt, že jde o růst spojený s rostoucí poptávkou zejména na domácím trhu. Za tahouna slovenské ekonomiky označují automobilový průmysl a obecně obory podnikání vytvářející meziprodukty a výrobky s dlouhou dobou upotřebitelnosti. Z vývoje tempa růstu průmyslové produkce a tempa růstu obratu ve službách je patrné, že kopírují vývojový trend hodnot tempa růstu HDP. V údaji průmyslové produkce je patrný návrat recese v roce 2013 a oživení v roce 2014, což se v oblasti služeb neprojevovalo tak markantním způsobem.

Stavebnictví prodělalo nejproblematictější vývoj, neboť od roku 2009 je z tabulky č. 8 patrný permanentní pokles slovenského stavebnictví. Například v roce 2013 meziročně poklesla stavební produkce na Slovensku o 5,3 %, přičemž v porovnání s rokem 2008 je propad téměř třetinový. Pokud bychom však zaměřili pozornost pouze na velké a střední firmy, tak v nich podle kvartálních analýz (CEEC, 2014) již segment velkých firem sice naznačil oživení, nicméně v konečném důsledku byl rok 2014 pouze ve znamení zmírnění propadu předchozích let. Oblast služeb zaznamenala poněkud příznivější vývoj a do určité míry podobný vývojový trend jako oblast průmyslové produkce. Rozdílný je pouze rok 2013, v němž oblast průmyslové produkce zaznamenala výrazný pokles, zatímco služby zaznamenaly pouze zpomalení tempa růstu.

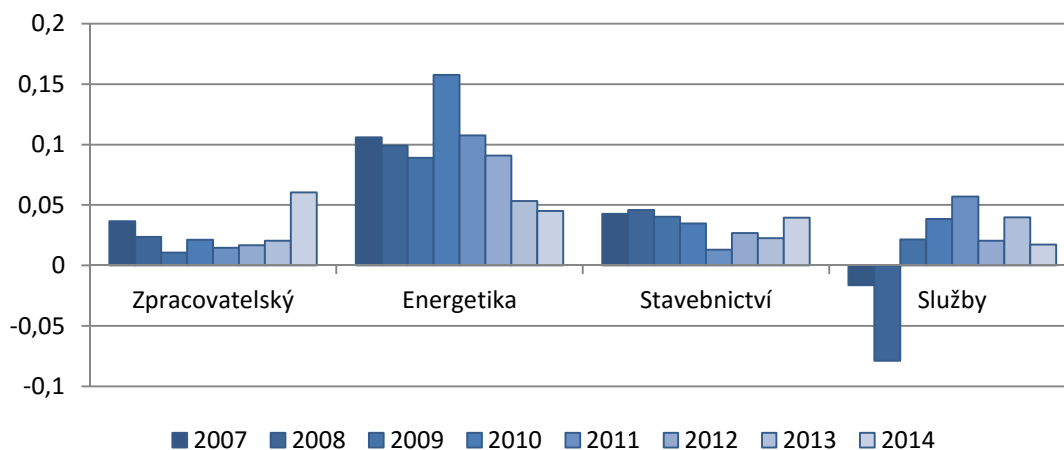
Graf č. 20 Vývoj průměrných hodnot debt/equity ratio ve vybraných oborech podnikání na Slovensku v letech 2007 až 2014



Zdroj: vlastní zpracování dle podkladů z databáze Amadeus

Co se týče vývoje využití cizích zdrojů financování v jednotlivých oborech podnikání na Slovensku, jak je dokumentuje graf č. 20, můžeme konstatovat, že všechny obory podnikání inklinují k většímu využití cizích zdrojů financování. Nejvýrazněji využívá cizí zdroje financování oblast zpracovatelského průmyslu. V tomto ohledu je zajímavá i skutečnost, že ačkoliv v roce 2009 došlo k výraznému propadu tempa růstu průmyslové produkce, i v roce 2010 došlo k nárůstu využitých cizích zdrojů financování. Obdobná situace je i v oblasti služeb. Od roku 2011 se však ve všech oborech míra využití cizích zdrojů financování stabilizovala. V oblasti energetiky a služeb na hodnotě 1,5 násobku vlastního kapitálu, ve zpracovatelském průmyslu na dvojnásobku. Nejnižší podíl cizích zdrojů je v oblasti stavebnictví, avšak, jak již bylo uvedeno v tabulce č. 8, jedná se o obor podnikání, který krizový vývoj zasáhl v největší míře a dá se tedy předpokládat, že vnímané riziko podnikatelské činnosti se podepsalo také na ochotě využívat cizí zdroje financování. V následujícím grafu č. 21 jsou shrnuty průměrné hodnoty ROE v jednotlivých oborech podnikání na Slovensku.

Graf č. 21 Vývoj průměrných hodnot rentability vlastního kapitálu ve vybraných oborech podnikání na Slovensku v letech 2007 až 2014



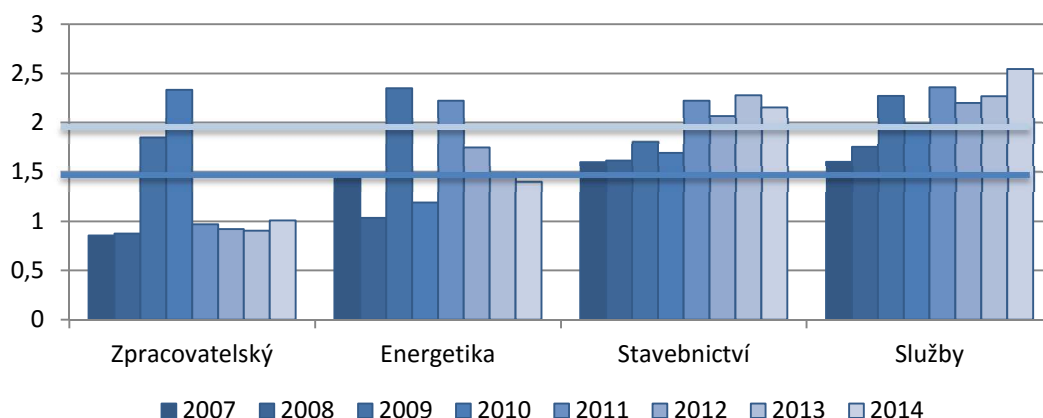
Pramen: vlastní zpracování dle podkladů z databáze Amadeus

Vývoj průměrných hodnot rentability vlastního kapitálu ve zpracovatelském průmyslu nekopíruje vývoj využívání cizích zdrojů financování a v porovnání s Českou republikou jsou průměrné hodnoty ROE nižší. Odlišnou situaci ve srovnání s Českou republikou je možné vidět v oblasti služeb. Ve službách v českých společnostech v průměru ROE nezaznamenaly žádnou zápornou hodnotu, zatímco na Slovensku v letech 2007 a 2008 byly hodnoty záporné. Služby také v tomto ohledu zaznamenaly největší dynamiku růstu mezi lety 2009 a 2010. Pozitivní změnu bylo možné zaznamenat v kontextu oživení tempa růstu obrátu ve službách (viz tabulka č. 8). Zajímavá je také skutečnost, že ROE ve službách přesně kopíruje vývoj použitých cizích zdrojů financování. To znamená, že tam, kde roste podíl dluhového financování, tak roste rentabilita a obráceně.

Zajímavé jsou rovněž hodnoty v oblasti stavebnictví. Průměrné hodnoty rentability vlastního kapitálu ve stavebnictví jsou vyšší než např. ve zpracovatelském průmyslu, a to i přesto, že se skoro po celou sledovanou dobu potýkalo s výraznou krizí tempa růstu (od roku 2009 téměř nepřetržitě až do konce sledovaného období). Nejvyšších hodnot rentability dosahovala oblast energetiky, která je spojena s relativní stabilitou z hlediska využitých cizích zdrojů financování, avšak i zde od roku 2010 můžeme vidět výrazný pokles až na úroveň necelých 5 % v roce 2014, což představuje mezi lety 2010 až 2014 pokles o 10%. To naznačuje, že v tomto oboru podnikání nepracovaly využité cizí

zdroje financování ve prospěch rentability. V tomto kontextu by se tedy dalo očekávat, že vyšší využití dluhového financování bude znamenat alespoň stabilitu z hlediska likvidity. Tu je možno dokumentovat grafem č. 22.

Graf č. 22 Vývoj průměrných hodnot běžné likvidity ve vybraných oborech podnikání na Slovensku v letech 2007 až 2014



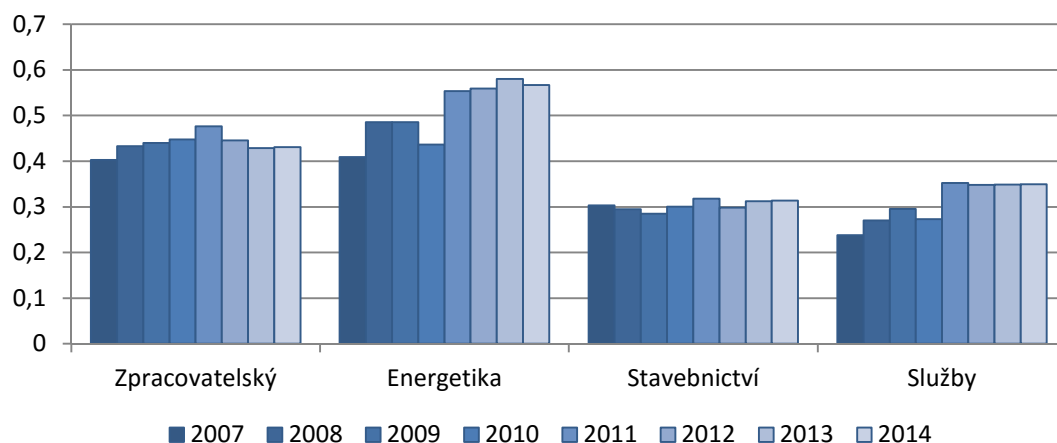
Pramen: vlastní zpracování dle podkladů z databáze Amadeus

I u průměrných hodnot běžné likvidity vodorovné linie naznačují vymezení doporučených hodnot. Pokud bychom hodnocení začali od těchto hodnot, pak z věřitelského hlediska bezpečnou oblastí jsou služby a stavebnictví, kde se hodnoty od roku 2011 dostaly nad horní úroveň doporučeného pásma. Dalo by se očekávat, že větší tlak na zajištění likvidity bude spojen s větším využitím cizích zdrojů financování (to se potvrdilo) a zároveň s poklesem rentability (to se nepotvrdilo). Vysoká úroveň likvidity zejména v roce 2014 je ve službách spojena s výrazným poklesem rentability, což nenaznačuje pozitivní signály vzhledem k vlastníkům společností, ale může to také znamenat investice do dlouhodobého majetku, které mohou přechodně snižovat úroveň výsledku hospodaření. Ve stavebnictví je možné zaznamenat i u vysokých hodnot likvidity mírně rostoucí tendenci rentability.

Druhým extrémem je nedostatečná likvidita, která je v průměru patrná ve zpracovatelském průmyslu. Extrémní hodnota nadměrné likvidity je pouze v roce 2010 a v tomtéž roce byla i extrémní hodnota využitého dluhového financování a výrazný růst ROE. Rozkolísanou úroveň likvidity v průměru zaznamenává oblast energetiky, a to i přesto, že je stabilně využíván vyšší podíl dluhového financování. Hodnoty běžné

likvidity v oblasti energetiky jsou drženy ve spodní nebo pod spodní hranicí doporučeného pásma. Nízké hodnoty likvidity by měly naznačovat větší tlak z hlediska rentability, avšak není zaznamenán žádný extrémní růst rentability vyjma roku 2012.

Graf č. 23 Vývoj průměrných hodnot podílu dlouhodobého majetku na celkových aktivech ve vybraných oborech podnikání na Slovensku v letech 2007 až 2014



Pramen: vlastní zpracování dle podkladů z databáze Amadeus

Podíly dlouhodobého majetku na celkových aktivech na Slovensku v podstatě odpovídají podílům očekávaným v daných oborech podnikání. Nejvyšší podíl dlouhodobého majetku je zaznamenán v oblasti energetiky, která je závislá na dlouhodobém majetku především z pohledu přenosové soustavy, a v oblasti zpracovatelského průmyslu, kde dlouhodobý majetek tvoří základ pro realizaci podnikatelské činnosti. Je vidět, že poslední výraznější investice jsou patrné v roce 2011 a v dalších letech je možné investice označit spíše za udržovací. Tento trend je patrný ve všech oborech podnikání. To znamená, že v letech 2011 až 2014 bez ohledu na to, jaký zdroj financování je používán, jaká je úroveň rentability vlastního kapitálu a jaká je běžná likvidita, mají všechny obory podnikání tendenci v průměru udržet podíl dlouhodobého majetku na stejné úrovni. Na první pohled je zajímavý stejný podíl dlouhodobého majetku na celkových aktivech ve stavebnictví a ve službách. Nízký podíl dlouhodobého majetku ve stavebnictví je dán především novým trendem v této oblasti. Stavební společnosti nepožívají veškerý dlouhodobý majetek do vlastnictví a ve zvýšené míře využívají operativního leasingu. Tento trend je celoevropský a vychází ze skutečnosti, že realizované zakázky vyžadují specifické vybavení, u kterého je

výhodnější je pořizovat pouze na omezenou dobu a nevázat v něm zbytečně finanční prostředky. Trend operativního leasingu je zaznamenáván také u automobilů, u nichž (zejména u osobních automobilů) velké společnosti preferují nezařazování tohoto typu aktiva do dlouhodobého majetku.

4.5 Korelační analýza vztahů ukazatelů na bázi průměrných hodnot

Vybrané ukazatele by podle teorií a výše uvedených studií měly vykazovat vzájemnou závislost. Metod zjišťování vzájemné závislosti existuje celá řada. Jedním z nejběžnějších způsobů, jak tuto závislost měřit, je pomocí korelačního koeficientu. Korelace je vyjádřena pomocí následující rovnice (1).

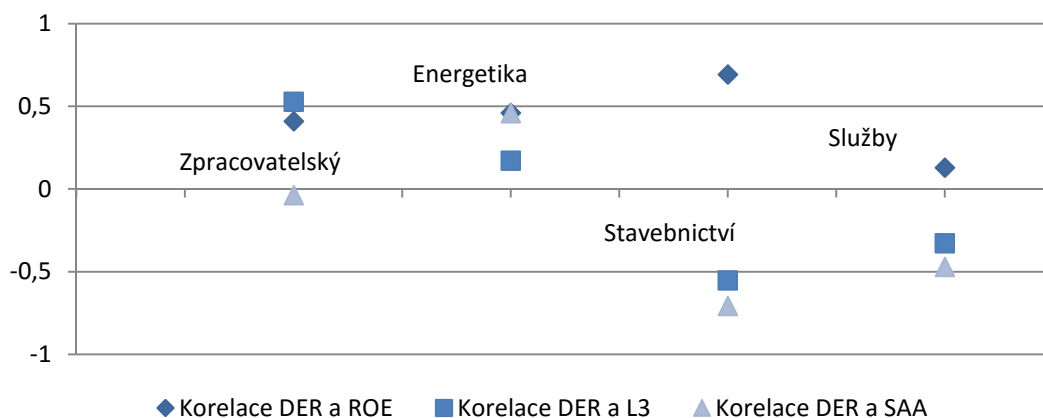
$$k_{XY} = \frac{\text{cov}(X,Y)}{\sigma_X \sigma_Y} \quad (10)$$

kde X je střední hodnota matice hodnot debt/equity ratio a Y je střední hodnota matice hodnot rentability vlastního kapitálu, běžné likvidity a podílu dlouhodobého majetku na celkových aktivech vždy v jednotlivých zemích. Hodnoty tohoto ukazatele by se měly pohybovat v intervalu od -1 do 1. Hodnoty bližší hodnotě 1 by pak naznačovaly, že s růstem využití cizích zdrojů roste rentabilita vlastního kapitálu a opačně. Hodnoty rovny nule signalizují vzájemnou nezávislost.

4.5.1 Česká republika

Graf č. 24 shrnuje hodnoty korelačních koeficientů v jednotlivých oborech podnikání s kombinací všech posuzovaných faktorů vzhledem k použitým zdrojům financování. V návaznosti na výše uvedené hypotézy očekáváme vztah DER s ostatními ukazateli jako pozitivně korelovaný.

Graf č. 24 Korelace průměrných hodnot vybraných ukazatelů s debt/equity ratio v České republice



Pramen: vlastní zpracování

Hodnoty korelačního koeficientu u korelace s rentabilitou vlastního kapitálu jsou ve všech oborech podnikání kladné. To tedy teoreticky naznačuje, že příliv cizích zdrojů financování pracuje ve prospěch rentability vlastního kapitálu. Nejsilnější je vazba obou ukazatelů v oblasti stavebnictví (0,69). Stavebnictví také v největší míře cizí zdroje financování využívá. Nejslabší vazba (0,13) mezi využitými zdroji financování a rentabilitou je podle korelačního koeficientu v oblasti služeb. Energetika a zpracovatelský průmysl vykazují téměř identickou míru závislosti (0,46, resp. 0,41). Všechny výsledky korelační analýzy vycházely jako statisticky významné na hladině 1 %. Ve všech oborech podnikání v České republice je prokázána stejná tendence pohybu, tedy při růstu ROE roste i podíl využití cizích zdrojů financování.

Hodnoty korelačního koeficientu u korelace s běžnou likviditou naopak vykazují velmi významné rozdíly. Zpracovatelský průmysl a energetika vykazují kladnou hodnotu korelačního koeficientu, naopak stavebnictví a služby mají korelační koeficient záporný. Budeme-li vycházet z myšlenky, že rostoucí hodnota likvidity má pozitivní vliv na čerpání cizích zdrojů financování, neboť zabezpečuje schopnost hradit své závazky (Williamson (1988), Morellec (2001) a Shleifer a Vishny (2001)), pak naplnění nalezneme jen ve zpracovatelském průmyslu a v energetice. U stavebnictví a služeb naopak s růstem likvidity klesá ochota využívat cizí zdroje financování. Běžná likvidita

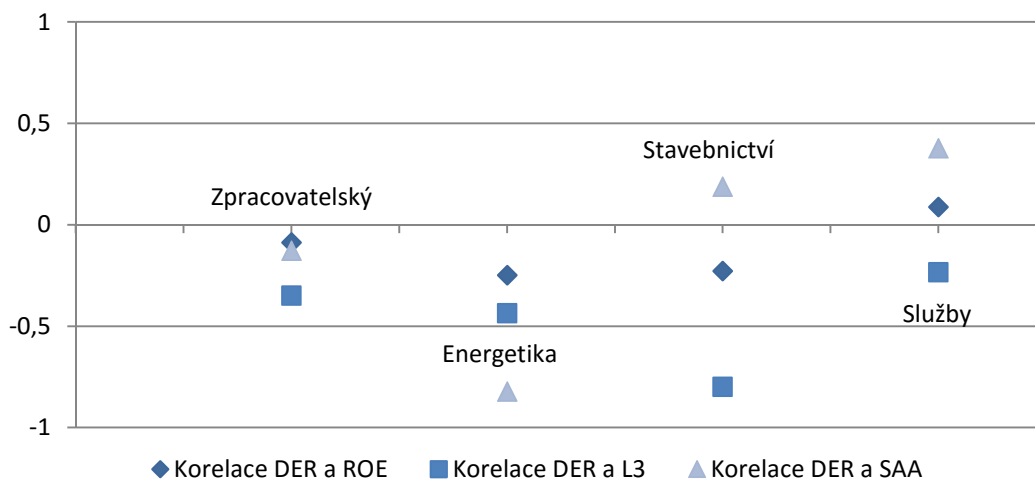
však v sobě nese i zásoby, které mohou do určité míry ovlivňovat velikost tohoto ukazatele.

Co se týče vztahu podílu dlouhodobého majetku na celkových aktivech a využitými zdroji financování, kde se očekává pozitivní korelace v závislosti na možnosti zajištění dluhu dlouhodobým majetkem a tedy dostupností dluhu za výhodnějších podmínek, je možné konstatovat, že pozitivní korelace můžeme nalézt pouze u energetiky. Všechny ostatní obory podnikání v rámci korelace tuto myšlenku nenaplnily, neboť stavebnictví a služby vykazují negativní korelaci a ve zpracovatelském průmyslu je sice zaznamenána záporná hodnota, která je ale velmi blízká nule (-0,035), takže v tomto oboru vztah lze vztah označit za nekorelovaný.

4.5.2 Maďarsko

V Maďarsku je situace v porovnání se situací v České republice odlišná.

Graf č. 25 Korelace průměrných hodnot vybraných ukazatelů s debt/equity ratio v Maďarsku



Pramen: vlastní zpracování

Jak je vidět z grafu č. 25, pozitivně korelovaný vztah využívaných zdrojů financování a rentability je možné nalézt pouze v oblasti služeb. Zároveň je hodnota korelačního koeficientu relativně nízká. U ostatních oborů podnikání je vztah negativně korelovaný, což znamená, že s růstem rentability klesalo využití cizích zdrojů financování, resp. s růstem využití cizích zdrojů financování klesala rentabilita vlastního kapitálu. Což

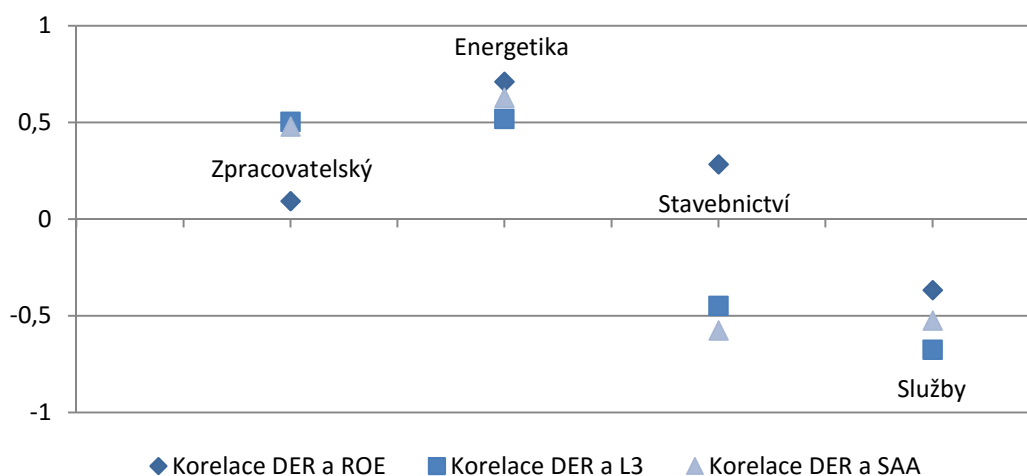
naznačuje, že pro tři ze čtyř oborů podnikání nelze pro korelační analýzu potvrdit hypotézu H2.

Vztah využitých zdrojů financování a běžné likvidity je v tomto ohledu jednoznačný, neboť ve všech oborech podnikání můžeme zaznamenat negativní vztah, což naznačuje, že růst využitých cizích zdrojů financování snižuje likviditu společnosti, resp. že růst likvidity podniku je spojen s menším využitím cizích zdrojů financování. I pro tento vztah budeme konstatovat, že hypotéza H3 musí být v korelační analýze zamítnuta, neboť se neplnilo očekávání pozitivního vztahu. Zatímco pro likviditu byly výsledky stejné ve všech oborech podnikání, vztah využitých zdrojů financování a dlouhodobého majetku tak jednoznačný není.

Pro zpracovatelský průmysl a energetiku je vztah korelován negativně, což znamená, že růst cizích zdrojů financování je doprovázen poklesem podílu dlouhodobého majetku, resp. s růstem dlouhodobého majetku klesá míra využití cizích zdrojů financování. Pro stavebnictví a služby je vztah pozitivně korelován a pro tyto dva obory lze tedy potvrdit v maďarské ekonomice hypotézu H4, neboť růst podílu dlouhodobého majetku je doprovázen větší mírou využití cizích zdrojů financování.

4.5.3 Polsko

Graf č. 26 Korelace průměrných hodnot vybraných ukazatelů s debt/equity ratio v Polsku



Pramen: vlastní zpracování

Výsledky korelace využitých zdrojů financování a rentability vlastního kapitálu na podnicích v Polsku naznačuje, že pozitivně korelovaný vztah je možné nalézt v oblasti zpracovatelského průmyslu, energetiky a stavebnictví. To by naznačovalo, že v těchto oborech podnikání růst využití cizích zdrojů financování vyvolává růst rentability vlastního kapitálu, resp. růst rentability vlastního kapitálu vyvolá růst využitých cizích zdrojů financování. Odlišnou situaci lze nalézt u vzorku podniků z oblasti služeb. V této oblasti tedy lze nalézt negativní vztah mezi mírou využitých cizích zdrojů financování a rentabilitou vlastního kapitálu. Hypotéza týkající se vztahu ROE a DER by tedy mohla být potvrzena pouze ve třech ze čtyř oborů podnikání.

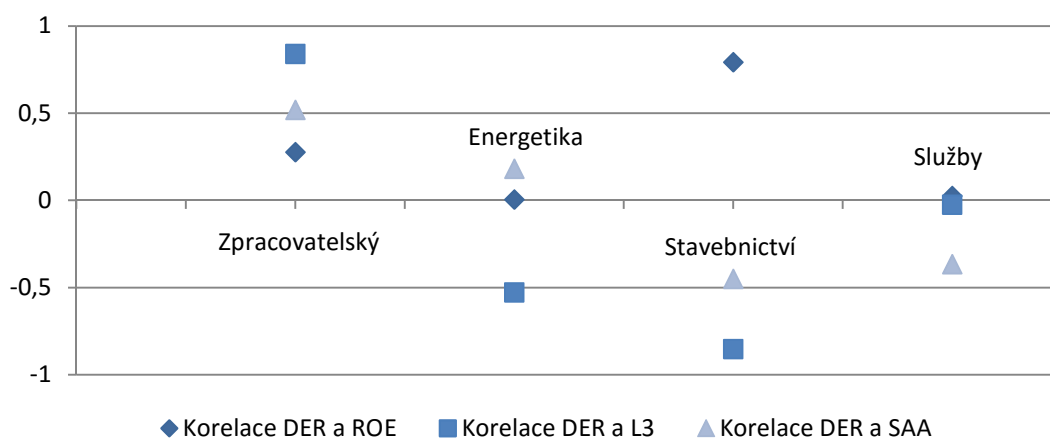
Z hlediska vztahu využitých cizích zdrojů financování a likvidity podniku se vycházelo i v případě Polska z očekávání pozitivně korelovaného vztahu, tedy že při růstu běžné likvidity roste míra využití cizích zdrojů financování. Toto teoretické očekávání však při využití korelace potvrzoval pouze vzorek podniků ve zpracovatelském průmyslu a v energetice. Ve stavebnictví a ve službách výsledky korelační analýzy naznačovaly negativně korelovaný vztah. Hypotézu H3 tedy nelze opět jednoznačně potvrdit.

Stejný výsledek korelační analýzy můžeme nalézt také ve vztahu využitých zdrojů financování a míry dlouhodobého majetku na celkových aktivech. Stejným výsledkem rozumíme, že i v tomto vztahu lze hypotézu potvrdit pouze na vzorku společností ve zpracovatelském průmyslu a energetice. Druhé dva obory podnikání vykázaly negativně korelovaný vztah. Lze tedy konstatovat, že ani v Polsku nemohou být hypotézy jednoznačně potvrzeny, neboť i zde vykázaly jednotlivé obory podnikání odlišné vztahy sledovaných proměnných.

4.5.4 Slovensko

Poslední sledovanou zemí ze skupiny Visegradské čtyřky je Slovensko. I zde můžeme v grafu č. 27 sledovat, že nebude možné jednoznačně potvrdit nebo vyvrátit formulované hypotézy.

Graf č. 27 Korelace průměrných hodnot vybraných ukazatelů s debt/equity ratio na Slovensku



Pramen: vlastní zpracování

Očekávání pozitivně korelovaného vztahu mezi využitými zdroji financování a rentabilitou vlastního kapitálu lze vidět jednoznačně pouze ve zpracovatelském průmyslu a stavebnictví. Jako pozitivně korelovaný by bylo možné vnímat tento vztah i ve službách, ale hodnoty jsou velmi blízké nule (0,02), což naznačuje nekorelovaný vztah. Stejně je to u hodnoty v oblasti energetiky (0,01). V těchto oborech podnikání tedy nelze na základě výsledků korelační analýzy hypotézu H2 ani vyvrátit, ani potvrdit, neboť není jasně naznačen vztah mezi sledovanými veličinami.

Ani hypotéza H3 se z hlediska výsledků korelační analýzy nejeví jako jednoznačná. Vztah likvidity a využitých zdrojů financování je pozitivně korelován pouze ve zpracovatelském průmyslu a pro ten by bylo možné hypotézu potvrdit. V ostatních oborech podnikání je hodnota negativní. V případě služeb je negativní hodnota, která je zároveň blízká nule (-0,02). To znamená, že na Slovensku oblast energetiky, stavebnictví a služeb s růstem využitých cizích zdrojů financování vykazuje pokles běžné likvidity a podniky z tohoto pohledu nemají tendenci ve zvýšené míře zajistit platební schopnost podniku.

Poslední sledovaný vztah v podmínkách slovenských oborů podnikání je vztah DER a SAA a ani zde nenalezneme jednoznačný výsledek. Pozitivně korelovaný vztah lze nalézt u dvou oborů podnikání – zpracovatelský průmysl a energetika. U těchto oborů by tedy bylo možné potvrdit hypotézu H4. Ve službách a stavebnictví je vztah na

základě výsledků korelační analýzy negativní, což znamená, že větší využití cizích zdrojů financování nevedlo k nárůstu podílu dlouhodobého majetku na celkových aktivech společností v daných oborech podnikání.

Tabulka č. 9 Hodnoty korelačních koeficientů jednotlivých vazeb

		Hodnoty korelačních koeficientů		
		DER a ROE	DER a L3	DER a SAA
Česká republika	Zpracovatelský	0,411	0,529	-0,035
	Energetika	0,461	0,173	0,459
	Stavebnictví	0,694	-0,550	-0,707
	Služby	0,131	-0,327	-0,470
Maďarsko	Zpracovatelský	0,208	-0,350	-0,128
	Energetika	0,532	-0,435	-0,822
	Stavebnictví	-0,228	-0,799	0,187
	Služby	0,088	-0,234	0,377
Polsko	Zpracovatelský	0,122	0,505	0,480
	Energetika	0,727	0,519	0,629
	Stavebnictví	0,120	-0,447	-0,575
	Služby	-0,366	-0,674	-0,524
Slovensko	Zpracovatelský	-0,388	0,839	0,520
	Energetika	-0,185	-0,527	0,182
	Stavebnictví	0,794	-0,852	-0,449
	Služby	0,253	-0,023	-0,365

Pramen: vlastní zpracování

Jak již vyplynulo z předchozích komentářů a jak vyplývá z tabulky č. 9, nelze ve sledovaných faktorech nalézt jednoznačný příklon k určitému směru teorií kapitálové struktury. Tabulka jasně naznačuje, že dříve definované hypotézy nemohou být jednoznačně potvrzeny v jednotlivých zemích. Kdybychom se zabývali jednotlivými obory podnikání v jednotlivých zemích a trvali na naplnění hypotéz H2 – H4, abychom mohli potvrdit hypotézu H1, pak by při použití korelační analýzy mohla být potvrzena hypotéza jen v České republice v rámci energetiky a v Polsku ve zpracovatelském průmyslu a energetice. Ostatních oborů podnikání v jednotlivých zemích vykazují alespoň v jednom ze vztahů negativní korelaci, což vede k zamítnutí hypotézy. To také vede k myšlence, že by se dalo namítnout, že párová korelace neposkytuje dostatečnou míru vypovídací schopnosti, neboť nenaznačuje jasně vztah závislosti. Nedefinuje vliv nezávisle proměnné veličiny na závisle proměnnou veličinu. Aby byla tato námitka

hned vyvrácena, byl využit i jiný způsob zkoumání vzájemných závislostí na principu panelové regrese.

4.6 Panelová regrese pomocí modelu GMM na vzorku podniků v jednotlivých zemích

Při použití GMM modelu ve vzorku společností, tak jak byl vymezen v úvodu tohoto článku, byla pozornost zaměřena na to, jak je vývoj použití cizích zdrojů financování (DER) ovlivněn dosahovanou efektivností (ROE), likviditou (L3) a objemem stálých aktiv na celkové hodnotě majetku (SAA) a využitím cizích zdrojů v předchozím období. Vazby jednotlivých veličin ve vybraných oborech podnikání jsou testovány postupně v jednotlivých zemích. Obecně je možno vztah vyjádřit následující rovnicí (11):

$$DER_{it} = \alpha_1 + \beta_1 * DER_{it-1} + \beta_2 * X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (11)$$

kde endogenní závisle proměnná DER_{it} představuje vývoj debt/equity ratio i-té proměnné v čase t a hodnotí využití financování cizími zdroji, exogenními nezávisle proměnnými jsou zpožděná hodnota debt/equity ratio předchozího roku DER_{it-1} a X_{it} zastupuje všechny nezávisle proměnné veličiny, které jsou předmětem zkoumání, tedy vývoj rentability vlastního kapitálu, běžné likvidity a podílu dlouhodobého majetku na celkových aktivech. Symboly α_1 a ε_{it} jsou konstantou modelu a reziduální složkou v modelu GMM. Volba výše uvedených ukazatelů také vychází z již realizovaných studií, zejména pak z prací Nivorozhkin (2005), Hernardi a Ormos (2012), Crnigoj (2009), Růčková (2013), Růčková (2015), Růčková a Heryán (2015), které zohledňovaly specifika evropského prostředí, zejména pak slabší dostupnost tržních dat. Právě nedostupnost tržních dat neumožňuje aplikaci studií realizovaných ve Spojených státech amerických, neboť většina jejich modelů využívá jako závisle proměnnou veličinu především tržní hodnotu podniku. Z hlediska věrohodnosti dat, byly všechny modely testovány pomocí Sargan/Hansen testu. Výsledný model je u všech testování považován za robustní, pokud hodnota Sargan/Hansen testu dosahuje hodnot vyšších než 0,05. Zároveň pokud model vycházel jako nerobustní nebo hodnota testovaného parametru v modelu se všemi nezávisle proměnnými vycházela jako statisticky nevýznamná, bylo provedeno individuální testování. Důvodem individuálního testování vazeb DER versus ROE, DER versus L3 a DER versus SAA je skutečnost, že lze

připustit, že z praktického hlediska při rozhodování o způsobu financování může být jedna z uvedených proměnných považována za významnější. Tato myšlenka může být podpořena také tím, že v obdobích ekonomického útlumu nebo krize mohou podniky považovat zachování platební schopnosti za důležitější než je dosahování zisku. Prioritně se tedy mohou zaměřit na řízení likvidity a teprve v okamžiku, kdy je likvidní pozice stabilní, tak se řeší ziskovost společnosti.

Zároveň bylo předmětem zkoumání obrácení vztahu dvou sledovaných proměnných. Vztah je vyjádřen následující rovnicí (12):

$$ROE_{it} = \alpha_1 + \beta_1 * ROE_{it-1} + \beta_2 * DER_{it} + \varepsilon_{it} \quad (12)$$

kde endogenní závislá proměnná ROE_{it} představuje rentabilitu vlastního kapitálu i-té proměnné v čase t, exogenními nezávislými proměnnými jsou zpožděná hodnota ROE z předchozího roku ROE_{it-1} a vývoj debt/equity ratio. Symboly α_1 a ε_{it} jsou konstantou modelu a reziduální složkou v modelu GMM. Situace je opět modelována pro vzorek společností ve všech vybraných oborech podnikání. Zkoumání obráceného vztahu vychází z možné námitky, že dosahovaná rentabilita ovlivňuje cenu cizích zdrojů financování a v konečném důsledku může ovlivnit i objem využitého dluhového financování.

4.6.1 Česká republika

Celkový vzorek společností pro Českou republiku zahrnoval 6868 podniků zařazených do modelu GMM podle oborů podnikání. Nejzastoupenějšími odvětvími, co do počtu podniků, jsou zpracovatelský průmysl a služby (viz tabulka č. 4). První analýza se týkala základní vazby, kdy bylo hodnoceno, jak je podíl dluhového financování na vlastním financování ovlivňován dosahovanou rentabilitou vlastního kapitálu v jednotlivých oborech podnikání. Výsledky testování jsou shrnuty v následující tabulce č. 10.

Tabulka č. 10 Debt/equity ratio jako závisle proměnná ve vztahu k rentabilitě vlastního kapitálu, běžné likviditě a podílu dlouhodobého majetku na celkových aktivech v České republice

	zpracovatelský	energetika	stavebnictví	služby
DER_(t-1)	-0,0033**	0,0064	-0,0106**	0,0125**
ROE	32,8055***	5,3934***	22,5280***	19,6179***
L3	0,0002**	-0,0421	0,1479	-0,0437
SAA	-14,8630	-5,3287**	-0,7215**	-11,5353
Sargan/Hansen test	0,5124	0,2789	0,0024	0,7968

Pramen: vlastní zpracování v Eviews 9

Poznámka: *** položka je statisticky významná na hladině 1 %, ** položka je statisticky významná na hladině 5 %, * položka je statisticky významná na hladině 10 %, položky bez označení jsou statisticky nevýznamné.

Z tabulky č. 10 je patrné, že ve všech sledovaných oborech podnikání existuje pozitivní funkční závislost ve vztahu rentability a využitých cizích zdrojů financování, neboť s růstem rentability vlastního kapitálu ve všech oborech podnikání roste ochota využít cizí zdroje financování. Všechny hodnoty plynoucí z modelu jsou statisticky významné, neboť hladina významnosti je na hladině 1 %. Jiná situace je při zkoumání vlivu využití cizích zdrojů v předchozím období na využití cizích zdrojů v období stávajícím. Na první pohled je vidět, že vliv této veličiny je výrazně slabší a navíc obory podnikání reagovaly odlišně. Ve zpracovatelském průmyslu a ve stavebnictví využití cizích zdrojů v předchozím roce vedlo k jejich poklesu v roce následujícím. Opačná situace je ve službách a energetice, kde růst využití cizích zdrojů financování v předchozím roce vede k dalšímu růstu v roce stávajícím. V energetice však nelze s výsledkem v rámci potvrzení či vyvrácení hypotézy pracovat, neboť hodnota byla shledána statisticky nevýznamnou. Paradoxně však i tento model prokázal svou robustnost na základě Sargan/Hansenova testu. Míra využití cizích zdrojů financování je pozitivně ovlivňována rentabilitou vlastního kapitálu ve všech oborech podnikání. Robustnost modelu nebyla prokázána v oblasti stavebnictví, takže pro tento obor podnikání nelze výsledek zobecnit a to i přesto, že výsledky byly statisticky významné. Výsledky byly totožné i při testování v modelu, v němž figurovaly DER jako závisle proměnná a pouze ROE jako nezávisle proměnná. Situace se tedy zavedením další proměnných nezměnila. Z hlediska formulovaných hypotéz je možné konstatovat, že pro Českou republiku hypotéza H2 byla potvrzena, neboť ve všech oborech podnikání rostoucí rentabilita vlastního kapitálu vyvolávala větší využití cizích zdrojů financování.

Dalším analyzovaným vztahem byl vliv běžné likvidity podniků na využití dluhového financování. Vztah se z hlediska teorií kapitálové struktury jevil jako logicky definovaný, avšak pro Českou republiku pro tři ze čtyř oborů podnikání nelze vyvodit žádné závěry týkající se likvidity, neboť téměř ve všech oborech podnikání (ve službách, stavebnictví a energetice) se hodnoty ukázaly jako statisticky nevýznamné. Zároveň tyto obory podnikání vykázaly vysokou chybovost v modelu, takže likviditu by šlo z tohoto úhlu pohledu pouze posuzovat v jednotlivých podnicích, nikoliv však v takto sestaveném panelu. Tato skutečnost je zajímavá především s ohledem na výsledky Sargan/Hansen testu, který naznačuje, že model se v energetice a ve stavebnictví jevil při zpracování jako robustní. Pro Českou republiku tedy nemůže být hypotéza H3 ani verifikována, ani falzifikována. Při analýze vztahu s likviditou vycházela jako statisticky významná pouze vazba u zpracovatelského průmyslu, takže z hlediska likvidity by mohlo být ve zpracovatelském průmyslu konstatováno, že likvidita roste s množstvím využitých cizích zdrojů financování. Když však vyhodnotíme výsledný koeficient, tak je zřejmé, že vliv je velmi slabý.

Z tabulky č. 10 rovněž vyplývá, že pozitivní vliv dlouhodobého majetku na využití dluhu v České republice nelze potvrdit u žádného oboru podnikání, neboť bez ohledu na statistickou významnost vyšel vztah jako negativní. Z hlediska statistické významnosti nad to byla položka dlouhodobého majetku na celkovém majetku podniků ve zpracovatelském průmyslu a ve službách označena jako nevýznamná. Statistická významnost byla potvrzena pouze v energetice a stavebnictví, ale model ve stavebnictví byl již u předchozích parametrů označen jako nerobustní. Hypotézu H4 by bylo možné vyvrátit pouze v rámci energetiky. Pro ostatní obory podnikání nelze hypotézu ani potvrdit, ani vyvrátit. Kdybychom se na vztah likvidity a využití dluhu podívali v samostatném testování u položek, které se v celkovém modelu jevily jako statisticky nevýznamné, tak bychom pouze potvrdily výsledek. I při dílčím testování vyšly hodnoty jako statisticky nevýznamné.

Jak již bylo řečeno, zájem z hlediska vztahu využitých cizích zdrojů financování a rentability vlastního kapitálu byl zkoumán také v obrácené závislosti. To znamená, že závisle proměnnou byla rentabilita vlastního kapitálu a veličinou, která ji ovlivňovala, bylo využití zdrojů financování. Důvodem pro zkoumání obrácené závislosti je skutečnost, že kromě toho, že využití cizích zdrojů financování má pozitivně ovlivňovat

rentabilitu vlastního kapitálu, zároveň rostoucí rentabilita vlastního kapitálu pozitivně ovlivňuje dostupnost cizích zdrojů financování, neboť při rostoucí ROE může klesat cena cizích zdrojů. Výsledky této vazby dokládá tabulka č. 11.

Tabulka č. 11 ROE jako závisle proměnná ve vztahu k debt/equity ratio

	zpracovatelský	energetika	stavebnictví	služby
ROE_(t-1)	0,0006	-0,0200 ***	-0,0023 ***	0,0007*
D/E	0,0253 ***	0,0173 ***	0,0414 ***	0,0369 ***
Sargan/Hansen test	0,1506	0,2832	0,2474	0,2578

Pramen: vlastní zpracování v Eviews 9

Poznámka: *** položka je statisticky významná na hladině 1 %, ** položka je statisticky významná na hladině 5 %, * položka je statisticky významná na hladině 10 %, položky bez označení jsou statisticky nevýznamné.

Z tabulky č. 11 je na první pohled patrné, že vazba je výrazně slabší ve všech oborech podnikání, avšak je spojena s menší chybivostí. Ve všech oborech podnikání lze zaznamenat pozitivní vazbu, což znamená, že ve sledovaném vzorku společností využití cizích zdrojů financování má pozitivní vliv na růst rentability vlastního financování. Zároveň je z tabulky patrné, že v energetice a stavebnictví je předchozí růst rentability doprovázen poklesem v roce následujícím. U zpracovatelského průmyslu vyšly hodnoty jako statisticky nevýznamné, neboť hladina významnosti je výrazně vyšší než 10 % (17,2 %). Tuto hodnotu tedy nelze zobecnit. U služeb je hladina významnosti v rámci do 10 %, konkrétně 6,18 %. V tomto případě je již otázkou, zda je možné vyvozovat obecné závěry pro celou skupinu podniků ve službách.

Negativní vztah ROE stávajícího období a ROE předchozího období je možné do určité míry vysvětlit vývojem ekonomiky, neboť ve sledovaném období česká ekonomika vykazovala rozkolísaný vývoj a zejména stavebnictví může reagovat poměrně výrazně na negativní vývoj ekonomiky (tato skutečnost je již zmíněna v subkapitole 4.4.1. ve shrnutí makroekonomických faktorů v České republice). Stejně tak hypotézu H2 je možné verifikovat i pro obrácený vztah, neboť u všech oborů podnikání existuje pozitivní vliv využitých cizích zdrojů financování na růst rentability.

4.6.2 Maďarsko

Maďarsko z hlediska početního zastoupení podniků představovalo nejmenší model, neboť v něm bylo celkově obsaženo 374 podniků ve čtyřech oborech podnikání, tak jak byly podniky vygenerovány z databáze Amadeus. Avšak i zde zůstaly roviny výzkumu

stejně. Testování vlivu jednotlivých nezávisle proměnných veličin na využití dluhového financování přineslo stejně jak v České republice nejednoznačné výsledky. Oproti České republice však všechny testované modely vyšly podle Sargan/Hansen testu jako robustní, což znamená, že všechny modely poskytují použitelné informace i přes zatížení mírnými změnami parametrů. Analýzu prvního vztahu, v němž je dluhové financování ovlivňováno rentabilitou vlastního kapitálu prezentuje tabulka č. 11.

Tabulka č. 12 Debt/equity ratio jako závisle proměnná ve vztahu k rentabilitě vlastního kapitálu, běžné likviditě a podílu dlouhodobého majetku na celkových aktivech v Maďarsku

	zpracovatelský	energetika	stavebnictví	služby
DER_(t-1)	-0,0541***	0,0329***	-0,4924***	0,3452***
ROE	-0,6388**	6,2963***	0,7483***	0,6270
L3	-0,2899	35,5840***	-0,6130***	-0,1078**
SAA	-3,9488*	103,7432**	-1,2319***	-2,1860
Sargan/Hansen test	0,5956	0,3336	0,3512	0,4701

Pramen: vlastní zpracování v Eviews 9

Poznámka: *** položka je statisticky významná na hladině 1 %, ** položka je statisticky významná na hladině 5 %, * položka je statisticky významná na hladině 10 %, položky bez označení jsou statisticky nevýznamné.

Z tabulky č. 12 je patrné, že ve třech ze čtyř odvětví je možné vidět pozitivní vazbu mezi růstem využití cizích zdrojů financování a růstem rentability. Nicméně je také potřeba upozornit, že pouze v odvětví energetiky a ve stavebnictví se jedná o vztah statisticky významný. U energetiky je navíc vazba výrazně nejsilnější. Ve službách nelze vyvozovat žádné obecné výsledky, a to i přesto, že se model na základě Sarganova testu jevil jako robustní. Zpracovatelský průmysl v porovnání s ostatními vykázal zcela odlišnou vazbu, což znamená, že s růstem rentability vlastního kapitálu klesalo využití dluhového financování. Pouze ve dvou oborech podnikání lze tedy považovat hypotézu H2 za verifikovanou, ve službách i ve zpracovatelském průmyslu to učinit nelze. Ve službách nelze o hypotéze rozhodnout z důvodu statistické nevýznamnosti a ve zpracovatelském průmyslu ji musíme vyvrátit z důvodu opačné vazby. Co se týče vlivu využitého dluhového financování v předchozím období, tak opět u energetiky a ve službách nalezneme pozitivní vazbu, jen zpracovatelský průmysl a stavebnictví vykázaly vazbu negativní. Pro energetiku a služby tedy ve vzorku platilo, že po předchozím využití dluhového financování v následujícím období rostlo využití cizích zdrojů i nadále, pouze ve zpracovatelském průmyslu po předchozím využití dluhu

podniky objem dluhového financování snižovaly. Může to být způsobeno právě růstem rentability a tedy preference financování vlastním kapitálem.

Z tabulky č. 12 je patrné, že ani vztah DER a L3 nebude mít jednoznačný výsledek. Model sice vyšel ve všech oborech podnikání jako robustní, ale všechny obory podnikání nevykázaly stejnou funkční závislost. Zpracovatelský průmysl vykázal negativní vazbu, ale hodnota je statisticky nevýznamná, tudíž výsledky nemohou být v návaznosti na hypotézu vyvozovány. Služby vykázaly rovněž negativní vazbu, která je na hranici významnosti, resp. je statisticky významná na hladině 10 %. Navíc se očekávala podle hypotézy H3 pozitivní funkční vazba, což se potvrdilo pouze u jediného oboru podnikání, v energetice, kde je růst využití cizích zdrojů financování spojen s růstem běžné likvidity. V ostatních oborech podnikání buď o hypotéze nelze rozhodnout (zpracovatelský průmysl a služby), nebo ji musíme zamítnout, neboť výsledná vazba je opačná (stavebnictví). To znamená, že v testovaném vzorku stavebních společností s růstem využitých cizích zdrojů financování klesala likvidita společností. Z toho vyplývá, že stavební společnosti neměly tendenci zajistit svou finanční stabilitu větším objemem oběžných aktiv. Při samostatném testování by byl vliv L3 statisticky významný na hladině 5 % v oblasti služeb (viz tabulka č. 7 v příloze č. 1). Zpracovatelský průmysl vykázal hodnoty statisticky nevýznamné i v rámci individuálního testování. V návaznosti na negativní vazbu DER s běžnou likviditou bude zajímavé sledovat, jestli bude větší využití dluhového financování spojeno se zajištěním dlouhodobým majetkem.

Z tabulky č. 12 vyplývá, že ani tento vztah nebude mít jednoznačnou interpretaci. Očekávaná pozitivní vazba je potvrzena pouze u energetiky, což však u Maďarska byl zároveň početně (co do počtu analyzovaných společností) nejméně zastoupený obor podnikání. V tomto oboru podnikání s růstem podílu dlouhodobého majetku na celkových aktivech společností roste využití dluhového financování. Stejně jako tomu bylo u testování likvidity i v tomto testování vyšly výsledky v ostatních oborech podnikání záporné. Hypotézu však lze zamítnout pouze v oblasti stavebnictví, neboť ve zpracovatelském průmyslu a ve službách vyšly hodnoty jako statisticky nevýznamné. Právě proto byly tyto hodnoty podrobeny i individuálnímu testování DER a SAA (viz tabulka č. 8 v příloze č. 1). Avšak i individuální testy se ve zpracovatelském průmyslu ukázaly jako statisticky nevýznamné. Statisticky významná byla vazba jen ve službách,

kde je však hodnota koeficientu záporná, což znamená, že s klesajícím podílem dlouhodobého majetku na celkových aktivech rostlo využití cizích zdrojů financování. V individuálním testování by tedy hypotéza H4 musela být zamítnuta.

I v Maďarsku vzhledem k možnému vnímání opačné vazby proměnných budeme testovat vztah, kdy závisle proměnnou je ROE. Znovu zkoumáme, zda vztah zůstane zachován i při změně definování závisle a nezávisle proměnné veličiny. Výsledky analýzy vztahu rentability vlastního kapitálu jako závisle proměnné veličiny a debt/equity ratio jako nezávisle proměnné veličiny dokumentuje tabulka č. 13.

Tabulka č. 13 ROE jako závisle proměnná

	zpracovatelský	energetika	stavebnictví	služby
ROE_(t-1)	0,0271***	-0,0949***	-0,1520***	0,0474***
D/E	-0,0045***	0,0863***	0,0112***	0,0190***
Sargan/Hansen test	0,2913	0,3936	0,4248	0,3468

Pramen: vlastní zpracování v Eviews 9

Poznámka: *** položka je statisticky významná na hladině 1 %, ** položka je statisticky významná na hladině 5 %, * položka je statisticky významná na hladině 10 %, položky bez označení jsou statisticky nevýznamné.

Zatímco ve vazbě, kde bylo DER jako závisle proměnná veličina, vyšly hodnoty ve službách jako statisticky nevýznamné, při vazbě, kde je ROE závisle proměnná veličina, vyšly hodnoty ve všech oborech podnikání nejen jako statisticky významné, ale zároveň vyšly všechny modely jako robustní. Avšak ani zde není možné hypotézu jednoznačně verifikovat, neboť i při této vazbě je výsledná hodnota záporná u zpracovatelského průmyslu. To naznačuje, že v tomto oboru podnikání s růstem využití dluhového financování klesala rentabilita vlastního kapitálu. U ostatních oborů podnikání je vztah pozitivní, takže s růstem využitého dluhového financování rostla také rentabilita vlastního kapitálu. Zajímavá je rovněž skutečnost, že v maďarských energetických a stavebních společnostech je předchozí růst rentability vlastního kapitálu následován poklesem v roce následujícím. Maďarsko tedy z hlediska vývoje ROE kopíruje situaci v České republice, kde bylo možné pozorovat stejný vývoj ve stejných oborech podnikání. A i zde jsou vazby v tomto vztahu ve všech oborech podnikání statisticky významné. I proto je otázkou, co je důvodem pro rozkolísanost vývoje rentability. Opět se nabízí jako základní argument celkový vývoj ekonomiky, který je zachycen v subkapitole 4.4.2. Maďarská ekonomika vykazovala ve sledovaném období poměrně

rozkolísaný vývoj, takže vývoj rentability by tomu mohl odpovídat, neboť např. stavebnictví je výrazně citlivé na vývoj ekonomiky. Energetika v tomto kontextu mohla reagovat na omezení produkce v ostatních sektorech nebo také na snahu o úspory jinde než v oblasti služeb a průmyslové produkce.

4.6.3 Polsko

Celkový vzorek společností pro Polsko byl druhým největším vzorkem a zahrnoval 4621 podniků zařazených do modelu GMM podle oborů podnikání. Nejzastoupenějšími odvětvími, co do počtu podniků, jsou služby a zpracovatelský průmysl (viz tabulka č. 4). Podobně jako tomu bylo i u předchozích zemí, i zde byla analýze nejprve zaměřena na základní vztah z hlediska teorií kapitálové struktury. Vztah využitých cizích zdrojů financování a rentability vlastního kapitálu, od nichž se dle hypotézy H2 očekává pozitivní vztah, zachycuje tabulka č. 14.

Tabulka č. 14 Debt/equity ratio jako závisle proměnná ve vztahu k rentabilitě vlastního kapitálu, běžné likviditě a podílu dlouhodobého majetku na celkových aktivech v Polsku

	zpracovatelský	energetika	stavebnictví	služby
DER_(t-1)	-0,1585***	-0,3698***	0,0388***	0,0566***
ROE	4,8087***	-8,3837***	3,0640***	0,5121
L3	-0,0307	0,5336***	2,1151***	-0,0021**
SAA	-1,3254	-17,1751***	-2,9349	-5,7084**
Sargan/Hansen test	0,1186	0,0008	0,1994	0,4435

Pramen: vlastní zpracování

Poznámka: *** položka je statisticky významná na hladině 1 %, ** položka je statisticky významná na hladině 5 %, * položka je statisticky významná na hladině 10 %, položky bez označení jsou statisticky nevýznamné.

Z tabulky č. 14 je patrné, že pozitivní vazbu je možné sledovat ve třech ze čtyř oborů podnikání. Ve službách však výsledek snižuje statistická nevýznamnost proměnné v modelu. Zobecnění lze provést bezesbytku v oblasti zpracovatelského průmyslu a stavebnictví, kde je statistická významnost na hladině 1 %. Zde je tedy možné tvrdit, že s růstem rentability roste i míra využití cizích zdrojů financování. V oblasti energetiky je sice patrná negativní vazba, s vysokou statistickou významností, avšak model pro energetiku je nerobustní, tudíž z něj nemohou být vyvozovány závěr. Při individuálním testování DER a ROE (viz tabulka č. 9 v příloze č. 1) však hodnoty byly jak robustní, tak statisticky významné, takže pokud by se manažeři v energetice rozhodovaly pouze

na základě vykázané rentability, pak by s rostoucí rentabilitou vlastního kapitálu omezovali využití cizích zdrojů financování. V oblasti služeb vykazuje hodnota vztahu ROE a DER statistickou nevýznamnost, takže opět nemůžeme pro tento model hypotézu uzavřít. I v tomto případě byl testován i individuální vztah a i toto testování prokázalo statistickou nevýznamnost (viz tabulka č. 9 v příloze č. 1). Hypotézu H2 tedy nelze jednoznačně potvrdit, potvrzena by mohla být jen ve zpracovatelském průmyslu a stavebnictví.

V rámci modelu testování vztahu likvidity a využitých zdrojů financování opět vykazuje jeden obor podnikání statisticky nevýznamnou vazbu. O vztahu likvidity a využitých zdrojů financování nemůžeme rozhodnout v rámci zpracovatelského průmyslu. V ostatních oborech podnikání byly hodnoty v modelu statisticky významné, avšak pouze energetika a stavebnictví prokázaly očekávaný kladný vztah. U energetiky jsme však již zmínili nerobustnost modelu, což znamená, že hypotéza H3 bude moci být potvrzena pouze v oblasti stavebnictví. V oblasti služeb byla prokázána v modelu záporná vazba, což znamená, že podniky ve vzorku v oblasti služeb při rostoucí rentabilitě v menší míře využívaly cizí zdroje financování. Z hlediska individuálního testování vztahu L3 a DER se statistická nevýznamnost hodnoty ve zpracovatelském průmyslu pouze potvrdila, takže hypotéza nemůže být ani verifikována ani falzifikována.

Tabulka č. 15 ROE jako závisle proměnná

	zpracovatelský	energetika	stavebnictví	služby
ROE_{t-1}	-0,2387 ***	-0,3673 ***	-0,8751 ***	0,0099 ***
D/E	0,2031 ***	-0,0002	0,0656 ***	0,0216 ***
Sargan/Hansen test	0,3469	0,1291	0,0002	0,3894

Poznámka: *** položka je statisticky významná na hladině 1 %, ** položka je statisticky významná na hladině 5 %, * položka je statisticky významná na hladině 10 %, položky bez označení jsou statisticky nevýznamné.

Při testování opačné závislosti je z tabulky č. 15 patrné, že i v rámci takto sestaveného modelu je potvrzen kladný vztah ROE a DER ve zpracovatelském průmyslu a službách, avšak vazba je méně výrazná. Zajímavé je sledování vztahu především v oblasti služeb, neboť při vazbě, kde byla závisle proměnnou veličinou DER, vycházel vztah statisticky nevýznamný jak v rámci celkového modelu (tabulka č. 13), tak v rámci individuálního testování (viz příloha č. 1, tabulka č. 9). Při otočení vztahu, kdy je ROE závisle

proměnnou veličinou, je vazba statisticky významná a kladná. To by znamenalo, že ve sledovaném vzorku polských společností poskytujících služby by s růstem cizích zdrojů financování rostla rentabilita vlastního kapitálu, pokud by tento vztah neovlivňoval žádný další faktor. Ve zpracovatelském průmyslu se pozitivní vazba pouze potvrdila, i když opačný vliv je méně výrazný. Posledním oborem podnikání, v němž vyšla kladná vazba, byla oblast stavebnictví. Zde však model vycházel jako nerobustní, což znamená, že tento vztah nemůže být objektivně na vzorku zobecňován. Pouze v oblasti energetiky můžeme sledovat negativní vazbu (což kopíruje situaci v celkovém modelu), avšak hodnota vyšla jako statisticky nevýznamná, ačkoliv v tomto testování vycházel jako robustní. Ani v tomto testování tedy není možné výsledky zobecnit.

4.6.4 Slovensko

Celkový vzorek společností zařazených do testování na Slovensku obsahoval 1156 podniků, přičemž nejčastěji zastoupenými obory podnikání jsou zpracovatelský průmysl a služby (viz tabulka č. 4). Z tabulky č. 16 můžeme vidět hodnocení vlivu nezávisle proměnných veličin ROE, L3 a SAA na využití cizích zdrojů financování v jednotlivých oborech podnikání.

Tabulka č. 16 Debt/equity ratio jako závisle proměnná ve vztahu k rentabilitě vlastního kapitálu, běžné likviditě a podílu dlouhodobého majetku na celkových aktivech na Slovensku

	zpracovatelský	energetika	stavebnictví	služby
DER_(t-1)	-0,0015***	-0,3076***	0,5384***	0,0443***
ROE	-17,4960***	-2,0991***	-18,8493***	-0,0007
L3	-0,0011*	0,0231	0,7084**	-0,0801*
SAA	-17,1582***	-17,1751	-2,9349***	-5,7084
Sargan/Hansen test	0,0141	0,2022	0,0007	0,4316

Pramen: vlastní zpracování

Poznámka: *** položka je statisticky významná na hladině 1 %, ** položka je statisticky významná na hladině 5 %, * položka je statisticky významná na hladině 10 %, položky bez označení jsou statisticky nevýznamné.

Pozornost je primárně zaměřena na oblast služeb, v rámci níž podniky tvořily 57 % z celkového počtu testovaných podniků v panelu. Ačkoliv model v tomto oboru podnikání bylo možné označit jako robustní, hodnota nezávisle proměnné veličiny ROE a SAA jsou hodnoty statisticky nevýznamné a poslední sledovaná hodnota L3 by byla statisticky významná až na hladině 10 %. Proto pro oblast služeb nebudeme moci ani

jednu z formulovaných hypotéz vyhodnotit, to znamená, že hypotéza nebude pro oblast služeb ani potvrzena, ani zamítnuta.

Problém z hlediska možnosti vyhodnocení hypotéz budeme mít také v oblasti stavebnictví, v němž takto sestavený model bylo možné označit jako nerobustní, ačkoliv všechny nezávisle proměnné veličiny jsou v modelu statisticky významné. Nerobustnost modelu naznačuje, že výkyvy v položkách byly natolik významné, že model vykazuje vysokou chybovost. Ani v oblasti stavebnictví nebudeme moci vyvodit závěry týkající se všech čtyř formulovaných hypotéz. Právě vzhledem k nemožnosti vyvozovat závěry v oblastech služeb a stavebnictví, byly znovu provedeny také individuální testy (viz příloha č. 1, tabulky 13 – 16). V oblasti stavebnictví je model znovu nerobustní v kombinaci DER a ROE a v kombinaci DER a SAA. V oblasti testování s L3 byla robustnost modelu na hranici akceptovatelnosti. Ani dílčí testy tedy nemohou vést k závěrům týkajícím se verifikace či falzifikace hypotéz. V oblasti služeb při dílčím testování proměnných s DER byly modely sice vždy robustní, avšak ROE a SAA jsou v modelu statisticky nevýznamné a L3 je statisticky významná až na hladině 10 %. I zde tedy dílčí testy pouze potvrdily výsledky celkového modelu.

Další dva modely ve zpracovatelském průmyslu a v energetice byly robustní. Ve zpracovatelském průmyslu je možné zaznamenat zápornou vazbu u všech nezávisle proměnných veličin. ROE a SAA jsou statisticky významné. To znamená, že při růstu rentability vlastního kapitálu ve vzorku slovenských zpracovatelských společností klesalo využití cizích zdrojů financování. Hypotéza H2 by byla tedy zamítnuta. Dalo by se zároveň říci, že tyto společnosti z hlediska teorií kapitálové struktury spíše než k dynamickým trade off teoriím inklinují k teoriím hierarchického pořádku. Růst podílu dlouhodobého majetku na celkových aktivech vyvolává pokles využití cizích zdrojů financování, což znamená, že v tomto vzorku, není růst podílu dlouhodobého majetku vnímán jako růst záruk za cizí zdroje financování a možnost získat je za lepších úvěrových podmínek. Ani v případě podílu dlouhodobého majetku na celkových aktivech tedy nelze hypotézu H4 potvrdit. Musíme ji zamítnout. Poslední nezávisle proměnnou veličinou v tomto modelu je L3, u které je zobecnění vztahu L3 a DER diskutabilní, neboť výsledná hodnota je statisticky významná až na hladině 10 %. V dílčím testu L3 a DER je však již hodnota statisticky významná na hladině 1 %. Pokud by tedy společnosti nebyly z hlediska rozhodování ovlivňovány jinými

proměnnými, pak by s růstem likvidity klesalo využití cizích zdrojů financování. Hypotéza H3 by v dílčím testu tedy byla zamítnuta.

V oblasti energetiky je možné u většiny nezávisle proměnných veličin sledovat zápornou vazbu. Pouze vazba s L3 je kladná, avšak tato hodnota je zároveň statisticky nevýznamná. Rovněž hodnota SAA je statisticky nevýznamná. Tyto výsledky se potvrdily i v dílčích testech. Je tedy možné konstatovat, že nelze vyvodit obecné závěry a hypotézu H3 a H4 pro slovenské energetické společnosti nelze ani potvrdit, ani zamítnout. Vztah rentability vlastního kapitálu a využitých cizích zdrojů financování, jak již bylo řečeno, vykázal zápornou vazbu, což znamená, že zamítáme hypotézu H2. S růstem rentability vlastního kapitálu klesalo využití cizích zdrojů financování.

Tabulka č. 17 ROE jako závisle proměnná

	zpracovatelský	energetika	stavebnictví	služby
ROE_{t-1}	0,0001 **	-0,0845 ***	-0,0776 ***	0,0006 ***
D/E	-0,0560 ***	-0,0010 ***	-0,0359 ***	-0,0153 ***
Sargan/Hansen test	0,5615	0,2932	0,0021	0,4416

Poznámka: *** položka je statisticky významná na hladině 1 %, ** položka je statisticky významná na hladině 5 %, * položka je statisticky významná na hladině 10 %, položky bez označení jsou statisticky nevýznamné.

Testování obrácené závislosti – rentabilita vlastního kapitálu jako závisle proměnná veličina – vedlo k výsledkům prezentovaným v tabulce č. 17. Z tabulky vyplývá, že ve všech oborech podnikání vyšly hodnoty jako statisticky významné na hladině 1 % a zároveň ve všech oborech podnikání je prokázána záporná vazba. Pokud bychom se tedy zabývali vlivem využitých cizích zdrojů financování na vykázanou rentabilitu vlastního kapitálu, museli bychom konstatovat, že ve slovenských společnostech v celkovém vzorku s růstem využitých cizích zdrojů financování klesala rentabilita vlastního kapitálu. Dá se tedy konstatovat, že ve vzorku společností byly cizí zdroje financování pořizovány za nevýhodných podmínek, neboť negativně ovlivňovaly rentabilitu.

ZÁVĚR

Cílem studie bylo na základě rešerše dřívějších studií a zpracovaných analýz vyhodnotit aspekty trade off teorií kapitálové struktury ve vybraných zemích a oborech podnikání a zjistit, do jaké míry mají vliv na rozhodování o použití cizích zdrojů financování vybraných ekonomicko-finančních ukazatelů vyhodnocujících hlavní faktory podnikatelské: rentabilita podniku, platební schopnost podniku a majetek, kterým podnik disponuje.

V rámci rešerše dřívějších studií došlo k rozdělení teorií kapitálové struktury do dvou základních skupin. První skupinu tvoří trade off teorie (v češtině je vžit i pojem kompromisní teorie), druhá skupina je reprezentována teoriemi hierarchického pořádku (v angličtině jsou pod pojmem pecking order teorie). Obě tyto skupiny vycházejí z původních studií Miller a Modigliani (1958).

Pojem trade off teorie shrnuje skupinu teorií, jejímž základem je hodnocení nákladů a výnosů plynoucích z pákového efektu. Často také předpokládají, že volba zdrojů financování by na optimu měla být taková, aby se vyrovnaly marginální náklady a marginální výnosy. Poprvé se náznaky těchto teorií vyskytují již ve verzi III. M&M modelu (Miller a Modigliani, 1963).

Jádrem problémů **trade off teorií** je diskuse čtyř základních témat. Za prvé, cílové rozložení zdrojů financování není zcela jasné stanoveno. To ve své podstatě znamená, že variant, jak dosáhnout optima v různých podnicích, existuje velké množství při různých podobách využitých zdrojů financování. Za druhé, vliv daní je výrazně problematický a je velmi výrazně závislý na podmínkách plynoucích z daňových zákonů v příslušné zemi. Nejvýrazněji se např. této problematice v USA zabýval Graham (2003). Za třetí, náklady finanční tísně jsou vnímány spíše jako náklady mrtvé váhy než jako transfery mezi jednotlivými formami zdrojů financování. V tomto kontextu vyvstává mnoho otázek, např. jde o fixní náklady, rostou s velikostí firmy a finančních problémů, jsou to náklady jednorázové nebo trvale spojené s poškozením pověsti firmy apod. První studií spojenou s touto problematikou je studie Hangen a Senbet (1978). Posledním výrazným tématem jsou transakční náklady. Zde se

předpokládá, že úprava kapitálové struktury musí být postupná, nikoliv náhlá, a mezní náklady rostou s rostoucím využitím dluhového financování.

Nejvýznamnější prací *statických trade off* teorií je Bradley et al. (1984), která se zabývá úlohou úrokového daňového štítu. Předpokládá, že investor je rizikově neutrální a společnost je vystavena progresivní dani z příjmu vždy na konci období. Zároveň se očekává, že dividendy i kapitálové výnosy jsou zdaňovány jednou sazbou. Daňové štíty podle nich existují, ale nemohou být použity stejně napříč firmami a ekonomikou. Nemí-li společnost schopna splácet dluh, pak vznikají náklady finanční tísně a to snižuje přínosy daňového štítu. Hlavním nedostatkem statických trade off teorií je očekávání maximalizace dluhu (čím vyšší dluh, tím vyšší jsou podle těchto teorií přínosy dluhu) a absence posuzování kapitálové struktury v čase (chybí dynamika posuzování).

Dynamické trade off teorie zavádí další aspekty, které byly ve statických trade off teoriích ignorovány. Velmi důležitou roli mají očekávání a náklady přizpůsobení. V dynamickém modelu správné rozhodnutí o rozložení zdrojů financování závisí na očekávání zisku v dalším období. To znamená, že některé podniky čekají z hlediska financování investičních akcí na zisk v dalším období, jiné využijí dluhové financování a zisk pokrývá splácení dluhu. Podle dynamických trade off teorií je volba zdrojů financování závislá na tom, co se od optima očekává. Dynamické teorie už nepracují jen s možností dluhového financování, ale zvažují také možnost vlastních zdrojů financování.

Teorie hierarchického pořádku vychází ze studie Myerse (1984). Ten tvrdí, že nerozdělený zisk je lepší než dluh, dluh je lepší než základní kapitál. Téměř všechny teorie patřící do této skupiny se zabývají výkladem relativního využití interních a externích zdrojů financování a upřednostňování dluhu před emisí majetkových cenných papírů. Většina studií také tvrdí, že bude-li možno použít dluh, pak emise majetkových cenných papírů nebude nikdy realizována. V rámci teorií hierarchického pořádku lze rozlišovat dvě základní skupiny přístupů – dle nepříznivého výběru a informační asymetrie a dle teorií na základě morálního hazardu a konfliktu zájmů.

Z hlediska nepříznivého výběru a informační asymetrie jsou teorie postaveny na skutečnosti, že pouze manažer společnosti má k dispozici všechny relevantní informace.

Manažer preferuje takový zdroj financování, při kterém nemusí poskytnout dodatečné interní informace, resp. je musí předložit v co nejmenším rozsahu. Preferují také zdroj, při kterém poskytovatel co nejméně zasahuje do chodu společnosti. Výchozími studiemi v této oblasti byly studie Myers a Majluf (1984) a Korajczyk et al. (1990).

U teorií založených na morálním hazardu a konfliktu zájmů vychází manažer při rozhodování o způsobu financování z myšlenky, že vysoká hodnota dluhového financování může vést k růstu rentability vlastního financování. Bere v úvahu dva základní konflikty – manažer versus akcionář a věřitel versus akcionář. V konfliktu manažer versus akcionář mohou mít náklady dvě základní podoby, které by měly zajistit růst výsledku hospodaření při různém nastavení zdrojů financování. K těmto nákladům patří náklady na monitoring manažerů a implementace kontrolních mechanismů pro kontrolu manažerského chování a náklady na motivační systém pro manažery. Hlavními studiemi v tomto konfliktu jsou Jensen a Meckling (1976), Jensen (1986) a Harris a Raviv (1990). Obě skupiny nákladů by měly zajistit, aby manažeri své chování přizpůsobili maximalizaci bohatství akcionářů. Druhý typ konfliktu vychází ze zcela jiných očekávání, neboť věřitel preferuje stabilitu společnosti, neboť inkasuje úrokové platby z poskytnutých zdrojů a požaduje vrácení poskytnuté jistiny, což nemusí být nutně závislé na tvorbě výsledku hospodaření. Vlastník naopak inkasuje dividendy či kapitálový zisk, který je ale snižován o náklady dluhu, velikost zisku je tak podmíněna charakterem a perspektivou projektů. Nejdůležitější studií v tomto konfliktu je Diamond (1989).

Habilitační práce byla zaměřena na analýzu vzorku společností v zemích Visegrádské čtyřky ve čtyřech základních oborech podnikání – zpracovatelském průmyslu, energetice, stavebnictví a službách. Vztah debt/equity ratio s rentabilitou vlastního kapitálu, běžnou likviditou a podílu dlouhodobého majetku na celkových aktivech byl vyhodnocován pomocí korelační analýzy a panelové regrese v modelu GMM. Následující tabulka č. 18 shrnuje, jak metody vyhodnocování ovlivnily příklon k určité teorii kapitálové struktury (dynamická trade off teorie a teorie hierarchického pořádku) a také, zda je možné tyto závěry zobecnit a přiklonit se ke konkrétnímu směřování chování podniků při řízení kapitálové struktury v jednotlivých oborech podnikání. Výsledky plynoucí z tabulky č. 18 směřují k potvrzení či vyvrácení čtyř formulovaných hypotéz, které se opírají o výsledky výše uvedených studií (viz kapitola 4.3):

H1: Z hlediska řízení kapitálové struktury podniky v jednotlivých zemích Visegradské čtyřky vykazují jednoznačné znaky dynamické trade off teorie.

H2: Míra využití cizích zdrojů financování roste s rostoucí rentabilitou vlastního kapitálu v jednotlivých oborech podnikání v jednotlivých zemích Visegradské čtyřky.

H3: Míra využití cizích zdrojů financování roste s rostoucí běžnou likviditou podniku v jednotlivých oborech podnikání v jednotlivých zemích Visegradské čtyřky.

H4: Míra využití cizích zdrojů financování roste s rostoucím podílem dlouhodobého majetku na celkových aktivech podniku v jednotlivých oborech podnikání v jednotlivých zemích Visegradské čtyřky.

Tabulka č. 18 Shrnutí funkční závislosti DER a ROE dle teorií a metod vyhodnocování

		Dle teorií kapitálové struktury		Dle korelace			Dle modelu GMM – závisle proměnná veličina		
		Trade off	Pecking order	ROE	L3	SAA	ROE	L3	SAA
Česká republika	Zpracovatelský průmysl	+	-	+	+	-	+	+	-*
	Energetika			+	+	+	+	-*	-*
	Stavebnictví			+	-	-	+	+	-
	Služby			+	-	-	+	-*	-*
Maďarsko	Zpracovatelský průmysl			-	-		-	-*	-*
	Energetika			-	-	-	+	+	+
	Stavebnictví			-	-	+	+	-	-
	Služby			+	-	+	+	-*	-*
Polsko	Zpracovatelský průmysl			+	+	+	+	-*	-*
	Energetika			+	+	+	-	+	-
	Stavebnictví			+	-	-	+	+	-*
	Služby			-	-	-	+	-	-
Slovensko	Zpracovatelský průmysl			+	+	+	-	-	-
	Energetika			0	-	+	-	+	-*
	Stavebnictví			+	-	-	-	+	-
	Služby			0	0	-	-	-*	+

Pramen: vlastní zpracování

Poznámka: * položka je statisticky nevýznamná, zvýraznění textu - model nebyl podle Sargan/Hansen testu robustní, + znamená kladnou hodnotu koeficientu, - znamená zápornou hodnotu koeficientu, 0 znamená nekorelovaný vztah.

Nejprve je vyhodnocována hypotéza H2, podle níž růst rentability vlastního kapitálu vyvolá růst využití cizích zdrojů financování. Hypotézu H2 je možné v tomto kontextu verifikovat ve třech ze čtyř oborů podnikání v České republice, neboť na základě analyzovaného vzorku společností vykazují stejnou funkční závislost využitých zdrojů financování a rentability vlastního kapitálu. To také znamená, že ve třech ze čtyř oborů podnikání lze tvrdit, že větší využití cizích zdrojů financování vedlo k růstu rentability vlastního kapitálu a zároveň růst rentability vlastního kapitálu vyvolával větší využití cizích zdrojů financování. Všechny výsledky byly statisticky významné, avšak ne všechny byly robustní. Výjimkou bylo v České republice stavebnictví, v němž byl model v rámci panelové regrese shledán nerobustní. Zároveň je možné konstatovat, že funkční závislost D/E ratio a ROE naznačuje v tomto ohledu příklon k dynamickým trade off teoriím. Vyhodnocení bylo stejné bez ohledu na použitou analytickou metodu. To však zatím nenaznačuje, zda by bylo možné verifikovat i hypotézu H1, neboť v tomto kontextu vyžadujeme jednoznačné výsledky i u dalších dvou hodnocených nezávisle proměnných veličin.

Zatímco v České republice byly výsledky funkční závislosti DER a ROE relativně jednoznačné, v Maďarsku je již situace odlišná. Z hlediska korelační analýzy byly výsledky ve třech ze čtyř oborů podnikání (energetika, stavebnictví, služby) příkloněny k negativně korelovanému vztahu. V těchto oborech podnikání by tedy mohla být hypotéza H2 zamítnuta. Pouze v rámci služeb je vztah pozitivně korelován a inklinuje k dynamickým trade off teoriím. V tomto oboru podnikání bychom v rámci korelace hypotézu H2 potvrdili. Výsledky panelové regrese také vykazují jednoznačné závěry. V modelu GMM byly všechny modely oproti České republice robustní a položky statisticky významné. V rámci zpracovatelského průmyslu však zaznamenáváme příklon k pecking order teoriím. Ostatní obory podnikání podle výsledků GMM inklinují k dynamickým trade off teoriím. To tedy znamená, že hypotéza H2 by byla verifikována v panelové regresi pro energetiku, stavebnictví a služby. Pro zpracovatelský průmysl hypotézu H2 zamítáme.

V Polsku při hodnocení vztahu DER a ROE v rámci korelace lze hypotézu H2 potvrdit v rámci tří ze čtyř oborů podnikání, tedy pro zpracovatelský průmysl, energetiku a stavebnictví. Zamítnout tuto hypotézu musíme pro oblast služeb. V tomto oboru podnikání pro korelaci platí, že s rostoucí rentabilitou klesalo využití cizích zdrojů

financování. Při panelové regresi můžeme na základě výsledků opět hypotézu potvrdit pro tři ze čtyř oborů podnikání, tentokrát však jde o oblast zpracovatelského průmyslu, stavebnictví a služby. V oblasti energetiky nelze o hypotéze H2 rozhodnout, neboť model jako celek byl nerobustní.

Na Slovensku ve vzorku společností můžeme hypotézu týkající se vztahu DER a ROE potvrdit pro oblast zpracovatelského průmyslu a stavebnictví pouze při použití korelace. Druhé dva obory podnikání v rámci korelace hypotézu zamítají. V rámci modelu GMM bude hypotéza H2 zamítnuta ve třech oborech podnikání – zpracovatelský průmysl, energetika a služby. O hypotéze nelze rozhodnout v rámci stavebnictví, neboť zde byl model v rámci testování označen jako nerobustní.

Tabulka č. 17 shrnuje také funkční závislost DER a L3 a měla by naznačit, zda bude potvrzena či vyvrácena hypotéza H3, podle níž je růst míry využití cizích zdrojů financování spojen s růstem běžné likvidity podniku v jednotlivých oborech podnikání v jednotlivých zemích Visegradské čtyřky. Z hlediska funkční závislosti je v České republice patrné, že v rámci modelu GMM se běžná likvidita ve vztahu k využitým cizím zdrojům financování jevila jako statisticky nevýznamná v energetice, stavebnictví a ve službách. Také proto je možné konstatovat, že nelze vyvodit obecné závěry a hypotézu H3 nelze ani potvrdit ani vyvrátit. Pouze v rámci zpracovatelského průmyslu lze hypotézu H3 potvrdit. V rámci korelace lze verifikovat hypotézu H3 ve všech oborech podnikání. Ve všech oborech lze tedy v rámci této metody tvrdit, že s rostoucí likviditou společností rostlo využití cizích zdrojů financování.

V Maďarsku v rámci korelační analýzy musíme hypotézu H3 zamítnout pro všechny obory podnikání, neboť ve všech oborech podnikání nalezneme negativně korelovaný vztah. To znamená, že s růstem likvidity společnosti klesalo využití cizích zdrojů financování. V Maďarsku jsou tedy v rámci korelační analýzy nejvýrazněji potvrzovány záměry studií Morelleca (2001) či Myerse a Rajana (1998), kteří tvrdili, že je vztah likvidity a využitých cizích zdrojů financování postaven jako negativní. Výsledky z GMM modelu tak jednoznačné nejsou. Ve dvou oborech podnikání o hypotéze nelze rozhodnout, neboť položky vycházely jako statisticky nevýznamné. V energetice může být hypotéza potvrzena, což znamená, že s růstem likvidity rostlo využití dluhového financování. Pro stavebnictví je hypotéza H3 zamítnuta.

Ve většině polských společností může být hypotéza H3 potvrzena. Při bližším pohledu je v rámci korelace hypotéza verifikována pro zpracovatelský průmysl, energetiku a stavebnictví. Zamítnuta bude pouze pro služby. V rámci panelové regrese nelze o hypotéze rozhodnout v rámci energetiky, neboť v tomto oboru podnikání byl model jako celek nerobustní. V ostatních oborech podnikání je hypotéza H3 potvrzena, což znamená, že s růstem likvidity rostlo využití dluhového financování.

Na Slovensku není výsledek vztahu ROE a DER jednoznačný. Při použití korelační analýzy ve dvou případech bude hypotéza potvrzena – zpracovatelský průmysl a stavebnictví a ve dvou případech ji zamítáme – energetika a služby. Panelová regrese ve třech ze čtyř oborů podnikání hypotézu zamítá. Nelze o ní rozhodnout pouze v rámci stavebnictví, kde byl model jako celek nerobustní. Ve většině oborů podnikání na příslušném vzorku společností tedy platí, že s rostoucí likviditou společnosti klesalo využití dluhového financování.

Jako poslední je vyhodnocován vztah podílu dlouhodobého majetku na celkových aktivech a využitých cizích zdrojů financování. V rámci toho vztahu by bylo možné v České republice vyvodit závěry ve vztahu k hypotéze H4 pouze u korelační analýzy, neboť v rámci modelu GMM tři ze čtyř oborů podnikání vykázaly výsledky jako statisticky nevýznamné a hodnota, která byla statisticky významná byla v modelu, který byl jako celek nerobustní. V rámci korelační analýzy by však bylo nutné hypotézu zamítnout v rámci zpracovatelského průmyslu, stavebnictví a služeb. V těchto oborech podnikání při růstu podílu dlouhodobého majetku na celkových aktivech klesalo využití cizích zdrojů financování. Pozitivní vazba byla zaznamenána pouze v rámci energetiky a pro tento obor podnikání lze hypotézu H4 potvrdit.

V Maďarsku v rámci korelační analýzy lze ve vzorku společností ve zpracovatelském průmyslu a v energetice hypotézu H4 zamítnout, neboť vazba mezi DER a SAA vyšla záporná. Druhé dva obory podnikání hypotézu H4 potvrzují, což znamená, že ve stavebnictví a ve službách růst podílu dlouhodobého majetku na celkových aktivech vede ve společnostech k růstu využívání dluhového financování. V rámci modelu náhodných momentů je možné hypotézu potvrdit pouze v oblasti energetiky. Pro oblast stavebnictví hypotézu zamítáme. V dalších dvou oborech podnikání není možné o hypotéze rozhodnout, neboť některá z nezávisle proměnných veličin vyšla v modelu

jako statisticky nevýznamná. Pouze v energetických společnostech v Maďarsku lze na základě panelové regrese konstatovat, že vyšší podíl dlouhodobého majetku na celkových aktivech znamenal větší využití cizích zdrojů financování.

V Polsku a na Slovensku v rámci korelační analýzy nalezneme přesně opačné výsledky, než jaké jsme mohli vidět v Maďarsku. To ve své podstatě znamená, že ve zpracovatelském průmyslu a v energetice potvrzujeme formulovanou hypotézu H3 a konstatujeme, že růst SAA vyvolal růst DER. Ve službách a ve stavebnictví jak v Polsku, tak i na Slovensku hypotézu zamítáme. V rámci panelové regrese jsou již rozdíly z hlediska vyhodnocování. Společným znakem Polska a Slovenska je, že ve třech ze čtyř oborů podnikání nelze o hypotéze rozhodnout. V Polsku můžeme zamítnout hypotézu v oblasti služeb, což znamená, že ve společnostech, které poskytují služby, s růstem podílu dlouhodobého majetku na celkových aktivech klesal podíl využitých cizích zdrojů financování. V ostatních oborech podnikání je zaznamenána statistická nevýznamnost položek, v případě energetiky je model nerobustní. Na Slovensku o hypotéze nelze rozhodnout u společností v oblasti energetiky, stavebnictví a ve službách. Ve zpracovatelském průmyslu je hypotéza zamítnuta.

V tabulkách č. 19 - 20 jsou shrnuty výsledky všech hypotéz. Na základě dílčích rozhodnutí o hypotézách H2 až H4 je vyhodnocována hypotéza H1. Potvrzení hypotézy je v tabulce označeno jako ANO, zamítnutí hypotézy je označeno jako NE. V případě, že výsledky nebylo možno na základě výsledků zobecnit, pak je v tabulce uvedeno NELZE. Pokud byly potvrzeny všechny tři hypotézy H2 až H4, pak je hypotéza H1 potvrzena. Pokud byla některá z hypotéz zamítnuta, je celkově hypotéza H1 zamítnuta. Pokud se vyskytlo hodnocení u některé z hypotéz H2 až H4 hodnocení NELZE, pak je i u hypotézy H1 uvedeno NELZE. Výsledky jsou shrnuty i podle použité metody hodnocení.

Tabulka č. 19 Shrnutí vyhodnocení hypotéz H1 a H2

		H1		H2	
		korelace	GMM	korelace	GMM
Česká republika	Zpracovatelský průmysl	Ne	Nelze	Ano	Ano
	Energetika	Ano	Nelze	Ano	Ano
	Stavebnictví	Ne	Nelze	Ano	Nelze
	Služby	Ne	Nelze	Ano	Ano
Maďarsko	Zpracovatelský průmysl	Ne	Nelze	Ne	Ne
	Energetika	Ne	Ano	Ne	Ano
	Stavebnictví	Ne	Ne	Ne	Ano
	Služby	Ne	Nelze	Ano	Ano
Polsko	Zpracovatelský průmysl	Ano	Nelze	Ano	Ano
	Energetika	Ano	Nelze	Ano	Nelze
	Stavebnictví	Ne	Nelze	Ano	Ano
	Služby	Ne	Ne	Ne	Ano
Slovensko	Zpracovatelský průmysl	Ano	Ne	Ano	Ne
	Energetika	Ne	Nelze	Ne	Ne
	Stavebnictví	Ne	Nelze	Ano	Nelze
	Služby	Ne	Nelze	Ne	Ne

Pramen: vlastní zpracování

Poznámka: zvýraznění v textu značí potvrzení hypotézy H1

Tabulka č. 20 Shrnutí vyhodnocení hypotéz H3 a H4

		H3		H4	
		korelace	GMM	korelace	GMM
Česká republika	Zpracovatelský průmysl	Ano	Ano	Ne	Nelze
	Energetika	Ano	Nelze	Ano	Nelze
	Stavebnictví	Ne	Nelze	Ne	Nelze
	Služby	Ne	Nelze	Ne	Nelze
Maďarsko	Zpracovatelský průmysl	Ne	Nelze	Ne	Nelze
	Energetika	Ne	Ano	Ne	Ano
	Stavebnictví	Ne	Ne	Ano	Ne
	Služby	Ne	Nelze	Ano	Nelze
Polsko	Zpracovatelský průmysl	Ano	Nelze	Ano	Nelze
	Energetika	Ano	Nelze	Ano	Nelze
	Stavebnictví	Ne	Ano	Ne	Nelze
	Služby	Ne	Ne	Ne	Ne
Slovensko	Zpracovatelský průmysl	Ano	Ne	Ano	Ne
	Energetika	Ne	Ano	Ano	Nelze
	Stavebnictví	Ne	Nelze	Ne	Nelze
	Služby	Ne	Nelze	Ne	Nelze

Řízení kapitálové struktury vykazující znaky dynamických trade off teorií lze nalézt z hlediska korelační analýzy pouze u čtyř ze šestnácti pozorovaných skupin. Většina pozorovaných skupin v rámci korelační analýzy vykazuje znaky teorií hierarchického pořádku, které v podmínkách Evropy již naznačovaly i studie Hrdého (2011), Beattie et al. (2006) či Adedeji (1998). Při testování v panelové regresi pomocí metody náhodných momentů v rámci většiny pozorovaných skupin (12 ze 16) nelze o hypotéze rozhodnout, neboť model byl buď nerobustní, nebo některá z nezávisle proměnných byla v modelu statisticky nevýznamná. V rámci tohoto modelu je hypotéza potvrzena pouze v jediném případě. Potvrzení nalezneme pouze u maďarských energetických firem, u kterých všechny nezávisle proměnné ve vztahu DER vykázaly kladné hodnoty a růst rentability, likvidity a podílu dlouhodobého majetku na celkových aktivech vyvolal růst využití dluhového financování. Ve třech pozorovaných skupinách je hypotéza H1 zamítnuta, neboť některá z nezávisle proměnných veličin vykazovala negativní vazbu na závisle proměnnou veličinu a nenaplnila tak očekávané vazby z hlediska dynamických trade off teorií. Vzhledem ke skutečnosti, že nenastal případ, kdy by obě použité analytické metody vedly ke stejným závěrům, je možné konstatovat, že pro žádný ze sledovaných oborů podnikání v žádné ze sledovaných zemí Visegradské čtyřky nevykazuje jednoznačné znaky dynamických trade off teorií.

Vzhledem k nejednoznačnosti z hlediska zemí Visegradské čtyřky se otevírají otázky týkající se dalšího výzkumu zejména s ohledem na možnost rozšířit analyzovanou skupinu na celou Visegradskou skupinu, resp. se zapojením dalších faktorů, které mohly výzkum limitovat. Nabízí se například otázka, jestli by výsledky byly stejné, pokud by byly podniky v rámci oborů podnikání ještě rozděleny podle velikosti na střední, velké a velmi velké. Zda bychom nejednoznačnost potvrdili v případě, že bychom vzali v úvahu faktor vlastnictví (zahraniční či domácí vlastník), který může mít vliv na rozdělovaný výsledek hospodaření. Zda může kapitálovou strukturu ovlivňovat obchodovanost podniku na kapitálových trzích. Jaký je vliv efektivního zdanění z hlediska využitého zdroje financování. Výzkum je však v tomto ohledu limitován dostupností dat, na základě níž musel být vybrán i vzorek společností pro tuto habilitační práci. Pokud by se podařilo získat finanční data v dostatečně dlouhé časové řadě, mohla by panelová regrese i korelační analýza zahrnout větší množství kritérií a zároveň komplexněji řešit otázku kapitálové struktury v rámci Visegradské skupiny.

RESUMÉ

The aim of the study was based on previous studies and elaborated analyses to evaluate the used capital structure theories in the selected countries and business fields and to find out to which rate those have impact on decision-making when it comes to the use of debt financing of the selected economic-financial indicators evaluating the main business factors: company profitability, payment ability and assets, the company disposes of.

In the frame of review of the previous studies, capital structure theories were divided into two basic groups. The first group consists of trade off theory; the second one is represented by the pecking order theory. Both groups are based on the original studies of Miller and Modigliani (1958).

The term trade off theory summarizes the theories group, the basis of which is made of evaluation of the costs and yields resulting from leverage. They also often assume that the selection of financing sources should aim the balance of marginal costs and marginal yields in case optimum status is to be achieved. Discussion of four basic topics creates the core of trade off theories. The first one – final division of financing sources is not quite clearly determined. Basically, it means that there are many variants of achievement of optimum status in different companies using different forms of financing sources. The second one – impact of taxes is significantly difficult and significantly depends on conditions resulting from tax law in particular country. The third one – the costs of stringency are rather perceived as dead weights than as the transfers among particular forms of financing sources. The last important topic, transaction costs are. It is assumed that adjustment of capital structure has to be gradual not sudden and that the marginal costs increase with increasing use of debt financing. In the frame of trade off theories, two basic groups of approach can be distinguished – static and dynamic trade off theories.

Pecking order theory is based on the study of Myers (1984). He states that retained profit is better than debt, debt is better than equity capital. Almost all theories belonging to this group deal with an interpretation of relative use of internal and external financing sources and a preferring the debt to issuing the assets securities. In the frame of

hierarchic order, two basic groups of approach can be distinguished – by unfavourable selection and information asymmetry and by theories based on moral hazard and conflict of interests.

Habilitation thesis was focused on the analysis of the companies' sample in the countries of Visegrad group in four basic business fields – manufacturing industry, power engineering, construction industry and services. Relation debt/equity ratio with profitability of equity, current ratio and ratio of long-term assets on total assets was evaluated by correlation analysis and panel regression in GMM model. Analyses were provided in order to prove or disprove four formulated hypotheses:

H1: As for capital structure management, companies in particular countries of Visegrad group show unequivocal marks of dynamic trade off theory.

H2: Rate of the use of debt financing increases with increasing equity profitability in individual branches in particular countries of Visegrad group.

H3: Rate of the use of debt financing increases with increasing liquidity of the company in individual branches in particular countries of Visegrad group.

H4: Rate of the use of debt financing increases with increasing ratio of long-term assets on total assets of the company in individual branches in particular countries of Visegrad group.

As for correlation analysis, capital structure management showing the marks of dynamic trade off theories can be found only by 4 of 16 monitored groups. Most of monitored groups show in the frame of correlation analysis the marks of hierarchic order theories, which under European conditions already the studies of Hrdý (2011), Beattie et al. (2006) or Adedeji (1998) indicated. When testing in panel regression by GMM method, in the frame of most of monitored groups, hypothesis could not be decided on (12 of 16) because the model was not either robust or some of independently variables was statistically insignificant in the model. As for this model, the hypothesis is proved only in one case. Those are Hungarian power engineering companies, by which all independently variables in relation DER showed positive values and increase of profitability, liquidity and ratio of long-term assets on total assets was caused by the use of debt financing. In 3 monitored groups the hypothesis H1 is rejected because some of independently variables showed negative relation to dependently variable and has not fulfilled expected relations as it comes to dynamic trade off theories. Regarding the fact

that there is no one case both methods would lead to the same conclusion, it can be stated that for any of monitored branches in any of considered V4 countries does not show unequivocal marks of dynamic trade off theories.

Seznam použitých pramenů a literatury

- [1] ADEDEJI, A., 1998. Does the Pecking Order Hypothesis Explain the Dividend Payout Ratios of Firms in the UK? *Journal of Business Finance and Accounting*, **25**, 1127-55. ISSN 1468-5957
- [2] ALLEN, D. E., 1993. The pecking-order hypothesis: Australian evidence. *Applied Financial Economics*, **25**(1), 101-112. ISSN 1466-4305
- [3] ANDERSON, R. W. a SUBMITTER, N. B. B., 2002. Capital Structure, Firm Liquidity and Growth. *National Bank of Belgium Working Paper*, **27**.
- [4] ANTONIO et al., 2002. *Determinants of Corporate Capital Structure: Evidence From European Countries*. Centre for Empirical Research in Finance, Department of Economics and Finance, University of Durham.
- [5] ARDITTI, F. D., 1973. The Weighted Average Cost Of Capital: Some Questions On Its Definition, Interpretation, And Use. *The Journal of Finance*, **28**, 1001–1007. ISSN 1540-6261. Dostupné z DOI: [dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1973.tb01422.x](https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1973.tb01422.x)
- [6] BANCEL, F. a MITTOO, U. R., 2004. Cross-Country Determinants of Capital Structure Choice: A Survey of European Firms. *Financial Management*, **33**(4), 103-132. ISSN 1755-053X
- [7] BASKIN, J. B., 1989. An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis. *Financial Management*, **18**, 26-35. ISSN 1755-053X
- [8] BEATTIE, V. et al., 2006. Corporate financing decisions: UK survey evidence. *Journal of Business Finance and Accounting*, **33**(9-10), 1402-1434. ISSN 1468-5957
- [9] BERGLÖF, E., 1990. *Capital structure as a mechanism of control: a comparison of financial systems in corporate governance II*. Cheltenham: Edward Edgar Publishing Limited.
- [10] BEVAN, A. A. a DANBOLT, J., 2004. Testing for inconsistencies in the estimation of UK capital structure determinants. *Applied Financial Economics*, **14**, 55–66. ISSN 1466-4305
- [11] BOOTH, L. et al., 2001. Capital structures in developing countries. *The Journal of Finance*, **56** (1), 87-130. ISSN 1540-6261.
- [12] BRADLEY, M. et al., 1984. On the existence of an optimal capital structure: Theory and evidence. *The Journal of Finance*, **39**(3), 857-878. ISSN 1540-6261 Dostupné z DOI: [dx.doi.org/10.2307/2327950](https://doi.org/10.2307/2327950)
- [13] BRADLEY, R. a MYERS, S. C., 2000. *Principles of Corporate Finance*. 6. vydání. New York: McGraw-Hill. ISBN 0072909994
- [14] BRENNAN, M. a KRAUS, A., 1987. Efficient financing under asymmetric information. *Journal of Finance*, **42**, 1225-1243. ISSN 1540-6261
- [15] CONSTANTINIDES, G. M. a GRUNDY, B. D., 1989. Optimal investment with stock repurchase and financing as signals. *The Review of Financial Studies*, **2**, 445-466. ISSN 1465-7368

- [16] ČRNIGOJ, M. a MRAMOR, D., 2009. Determinants of capital structure in emerging European economies: evidence from Slovenian firms. *Emerging market financial trade*, **45**(1), 72-89. ISSN 1558-0938
- [17] Databáze Amadeus, 2015.
- [18] DeFIORE, F. a UHLIG, H., 2005. Bank finance versus bond finance: what explains the differences between US and Europe? *Working Paper Series 0547*, European Central Bank.
- [19] De FIORE, F. a UHLIG, H., 2011. Bank Finance versus Bond Finance. *Journal of Money, Credit and Banking*, **43**(7), 1399-1421. ISSN 1538-4616
- [20] DeANGELO, H., a MASULIS, R., 1980. Optimal capital structure under corporate and personal taxation. *Journal of Financial Economics*, **8**, 3–29. ISSN 0304-405X
- [21] DeANGELO, H., DeANGELO, L. a WHITED, T., 2011. Capital structure dynamics and transitory debt. *Journal of Financial Economics*, **99**(2), 235-261. ISSN 0304-405X
- [22] DIAMOND, D., 1989. Reputation Acquisition in Debt Markets. *Journal of Political Economy*, **97**(4), 828-862. ISSN 1537-534X
- [23] DONALDSON, G., 1961. *Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the determination of Corporate Debt Capacity*. Boston: Harvard Business School.
- [24] DVOŘÁKOVÁ, A., 2003. *Trh dluhopisů v České republice – analýza s použitím a porovnáním různých ekonomických pohledů*. Praha: Univerzita Karlova.
- [25] FAMA, E. F. a FRENCH, K. R., 2002. Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt. *Review of Financial Studies*, **15**(1), 1-33. ISSN 1465-7368
- [26] FAMA, E. F. a MILLER, M. H., 1972. *The Theory of Finance*. New York: Holt, Rinehart & Winston. ISBN 0030867320
- [27] FERRI, M. G. a JONES, W. H. 1979. Determinants of financial structure: A new methodological approach. *The Journal of Finance*, **34**(3), 631-644. ISSN 1540-6261
- [28] FISHER, E. O., HEINKEL, R. a ZECHNER, J., 1989. Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Tests. *The Journal of Finance*, **44**(1), 19-40. ISSN 1540-6261
- [29] FRANK, M. Z. a GOYAL, V. K., 2003. Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, **67**, 217-248. ISSN 1540-6261
- [30] FRANK, M. Z. a GOYAL, V. K., 2007. *Trade-off and pecking order theories of debt*. Dostupné z SSRN 670543.
- [31] GAUD, P. et al., 2005. The capital structure of Swiss companies: an empirical analysis using dynamic panel data. *European Financial Management*, **11**, 51–69. ISSN 1468-036X

- [32] GIVOLY, D. et al., 1992. Taxes and capital structure: Evidence from firms' response to the Tax Reform Act of 1986. *Review of Financial Studies*, **5**(2), 331-355. ISSN 1465-7368
- [33] GORDON, R. H. a MACKIE-MASON, J. K., 1990. Effects of the Tax Reform Act of 1986 on corporate financial policy and organizational form. In: J. SLEMROD (ed.) *Do Taxes Matter?* Cambridge: MIT Press, 91-131. ISBN 9780262193023
- [34] GRAHAM, J. R., 2003. Taxes and corporate finance: A review. *Review of Financial studies*, **16**(4), 1075-1129. ISSN 1465-7368
- [35] GRAHAM, J. R., 2006. A review of taxes and corporate finance. *Foundations and Trends in Finance*, **1**(7), 573–691. ISSN 1567-2409
- [36] GRAHAM, J. R., 1996. Debt and the marginal tax rate. *Journal of Financial Economics*, **41**, 41–73. ISSN 0304-405X
- [37] GRAHAM, J. R., 1999. Do Personal Taxes Affect Corporate Financing Decisions? *Journal of Public Economics*, **73**, 147-185. ISSN 0047-2727
- [38] GRAHAM, J. R., 2000. How big are the tax benefits of debt? *Journal of Finance*, **55**, 1901-1940. ISSN 1540-6261
- [39] GRAHAM, J. R. a HARVEY, C. R., 2001. The theory and practice of corporate finance: evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, **60**, 187-243. ISSN 0304-405X
- [40] GROSSMAN, S. J. a HART, O. D., 1982. Corporate financial structure and managerial incentives. In: McCALL, J. J. (ed.) *The Economics of Information and Uncertainty*. Chicago: University of Chicago Press, 107-140. ISBN 0-226-55559-3
- [41] HAAS, R. a LELYVELD, I., 2010. Internal capital markets and lending by multinational bank subsidiaries. *Journal of Financial Intermediation*, **19**, 1-25. ISSN 1042-9573
- [42] HALL, A. R., 2005. *Generalized Method of Moments*. Oxford: Oxford University Press. ISBN 9780198775201
- [43] HARRIS, M. a RAVIV, A., 1991. The Theory of Capital Structure. *The Journal of finance*, **46** (1), 297-355. ISSN 1540-6261
- [44] HART, O. a MOORE, J., 1994. A Theory of Debt Based on the Inalienability of Human Capital. *Quarterly Journal of Economics*, **109**, 841-880. ISSN 1531-4650
- [45] HAUGEN, R. a SENBET, L., 1978. The insignificance of bankruptcy costs to the theory of optimal capital structure. *The Journal of Finance*, **33**, 383-392. ISSN 1540-6261
- [46] HEINKEL, R. a ZECHNER, J., 1990. The Role of Debt and Preferred Stock as a Solution to Adverse Investment Incentives. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, **25**, 1-24. ISSN 17566916
- [47] HENNESSY, C. A., a WHITED, T. M., 2004. Debt dynamics. *The Journal of Finance*, **60**, 1129-1165. ISSN 1540-6261

- [48] HERNADI, P. a ORMOS, M., 2012. What managers think of capital structure and how they act: Evidence from Central and Eastern Europe. *Baltic Journal of Economics*, **12**(2), 47-71. ISSN 1406-099X
- [49] HIRSHLEIFER, D. a THAKOR, A. V., 1998. Corporate Control Through Board Dismissals and Takeovers. *Journal of Economics & Management Strategy*, **7**(4), 489-520. ISSN 1530-9134
- [50] HOVAKIMIAN, A., OPLER, T., a TITMAN, S., 2001. The Debt-equity choice. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, **36**, 1-24. ISSN 0022-1090
- [51] HRDÝ, M., 2008. Problems of Strategic Financial Management and Managerial Accounting of the Firms in the Czech Republic. *Global Conference on Business and Finance Research Proceedings*, **3**(1), 52-63. ISSN 1941-9541
- [52] HRDÝ, M., 2011. Optimalizace kapitálové struktury konkrétního podniku věc teoreticky či prakticky možná? *Český finanční a účetní časopis*, **6**(1), 19-32. ISSN 1802-2200
- [53] CHETTY, R. a SAEZ, E., 2005. Dividend Taxes and Corporate Behavior: Evidence from the 2003, Dividend Tax Cut. *The Quarterly Journal of Economics*, **120** (3), 791-834. ISSN 1531-4650
- [54] JENSEN, M. C., 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review*, **76**(2), 323-329. ISSN 0002-8282
- [55] JENSEN, M. C. a MECKLING, W. H., 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, **3**, 305-360. ISSN 0304-405X
- [56] KIM, Ch., MAUER, D. C. a SHERMAN, A. E., 1998. The Determinants of Corporate Liquidity: Theory and Evidence. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, **33**(3), 335-359. ISSN 0022-1090
- [57] KIM, W. S. a SORENSEN, E. H., 1986. Evidence on the impact of the agency costs of debt on corporate debt policy. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, **21**(2), 131-144. ISSN 0022-1090
- [58] KISLINGEROVÁ, E. a kol., 2004. *Manažerské finance*. Praha: C. H. Beck. ISBN 8074001946
- [59] KORAJCZYK, R., LUCAS, D. a McDONALD, R., 1990. The Effects of Information Releases on the Pricing and Timing of Equity Issues. *Review of Financial Studies*, **4**, 685-708. ISSN 1465-7368
- [60] KRASKER, W. S., 1986. Stock Price Movements in Response to Stock Issues under Asymmetric Information. *The Journal of Finance*, **41**, 93-105. ISSN 1540-6261. Dostupné na doi: [dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1986.tb04493.x](https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1986.tb04493.x)
- [61] KRAUS, A. a LITZENBERGER, R. H., 1973. A State Preference Model of Optimal Financial Leverage. *Journal of Finance*, **28**(4), 911-922. ISSN 1540-6261
- [62] LEE, Y., SU, S. a LIN, W., 2012. Capital Structure Timing in Markets with Different Characteristics. *The International Journal of Business and Finance Research*, **6**(3), 53-66. ISSN 2157-0698

- [63] LELAND, H. a PYLE, D., 1977. Information asymmetries, financial structure, and financial intermediaries. *Journal of Finance*, **32**, 371-387. ISSN 1540-6261
- [64] LEVY, H. a SARNAT, M., 1999. *Capital Investment & Financial Decisions*. London: Prentice Hall. ISBN 978-0131158825
- [65] MacKAY, P. a PHILLIPS, G. M., 2005. How does industry affect firm financial structure? *Review of Financial Studies*, **18**(4), 1433-1466. ISSN 1465-7368
- [66] MACKIE-MASON, J., 1990. Do Taxes Affect Corporate Financing Decisions? *The Journal of Finance*, **45**(5), 1471-1493. ISSN 1540-6261
- [67] MARSH, P., 1982. The Choice Between Equity a Debt: An Empirical Study. *The Journal of Finance*, **37**, 121-144. ISSN 1540-6261 Dostupné na doi: dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1982.tb01099.x
- [68] MICHAELAS, N., CHITTENDEN, F. a POUTSIOURIS, P., 1999. Financial policy and capital structure choice in UK SMEs: empirical evidence from company panel data. *Small Business Economics*, **12**, 113-30. ISSN 1573-0913
- [69] MODIGLIANI, F. a MILLER M., 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, **48**(3), 261-297. ISSN 0002-8282
- [70] MODIGLIANI, F. a MILLER, M., 1963. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *American Economic Review*, **53**(3), 433-443. ISSN 0002-8282
- [71] MORELLEC, E., 2001. Asset liquidity, capital structure, and secured debt. *Journal of Financial Economics*, **61**(2), 173-206. ISSN 0304-405X
- [72] MORVAY, K. et al., 2014. *Hospodársky vývoj Slovenska v roku 2012 a výhľad do roku 2014*. Bratislava: Ekonomický ústav Slovenskej akadémie vied. [online] [vid. 2016-04-18] Dostupné z <http://ekonom.sav.sk/sk/publikacie/-p222>
- [73] MORVAY, K. et al., 2015. *Hospodársky vývoj Slovenska v roku 2013 a výhľad do roku 2015*. Bratislava: Ekonomický ústav Slovenskej akadémie vied. [online] [vid. 2016-04-18] Dostupné z <http://ekonom.sav.sk/sk/publikacie/-p245>
- [74] MYERS, S. C., 2001. Capital structure. *The Journal of Economic Perspectives*, **15**(2), 81-102. ISSN 0895-3309
- [75] MYERS, S. C. a RAJAN, R. G., 1998. The Paradox Of Liquidity. *The Quarterly Journal of Economics*, **113**(3), 733-771. ISSN 1531-4650
- [76] MYERS, S. C. a MAJLUF, N. S., 1984. Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information That Investorst Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, **13**, 187-221. ISSN 0304-405X
- [77] MYERS, S. C., 1977. Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, **5**, 147-175. ISSN 0304-405X
- [78] MYERS, S. C., 1984. The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, **39**, 575-592. ISSN 1540-6261
- [79] NARAYANAN, M. P., 1988. Debt versus equity under asymmetric information. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, **23**, 39-51. ISSN 0022-1090
- [80] Neumaierová, I. et al., 2005. *Řízení hodnoty podniku*. Praha: Profess Consulting. 230 s. ISBN 80-7259-022-7

- [81] NIVOROZHNIK, E., 2005. Firms' Financing Choices in EU Accession Countries. *Emerging Markets Review*, **6**(2), 138-169. ISSN 1566-0141
- [82] NOE, T., 1988. Capital structure and signaling game equilibria. *Review of Financial Studies*, **1**, 331-356. ISSN 1465-7368
- [83] OPLER, T. et al., 1999. The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, **52**(1), 3-46. ISSN 0304-405X
- [84] PRUCHA, I. R., 2014. Instrumental Variables/Method of Moments Estimation. In: FISHER, M. M. a NIJKAMP, P. (ed.) *Handbook of Regional Science*. Heidelberg: Springer. ISBN 978-3-642-23430-9
- [85] RAJAN, R.G. a ZINGALES, L., 1995. What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *Journal of Finance*, **50**, 1421-1460. ISSN 1540-6261
- [86] RASIAH, D. a PEONG, K. K., 2011. A Theoretical Review on the use of the Static Trade off Theory, the Pecking Order Theory and the Agency Cost Theory of Capital Structure. *International Research Journal of Finance and Economics*, **63**. ISSN 1450-2887
- [87] ROSS, S. A., 1985. Debt and taxes and uncertainty. *The Journal of Finance*, **40**(3), 637-657. ISSN 1540-6261
- [88] ROUBÍČKOVÁ, M., 2012. *Finance podniku*. Karviná: Obchodně podnikatelská fakulta. ISBN 978-80-7510-023-8
- [89] ROUBÍČKOVÁ, M. a RŮČKOVÁ, P., 2012. *Finanční management*. Praha: Grada Publishing. ISBN 978-80-247-4047-8.
- [90] RŮČKOVÁ, P., 2008. *Corporate Governance v České republice*. Praha: Professional Publishing. ISBN 978-80-86946-87-0
- [91] RŮČKOVÁ, P. 2013. Effect of profitability on the use of finance sources in categories according to profitability of selected business branches. *Financial Management of Firms and Financial institutions*. Ostrava: VŠB-TU Ostrava, Ekonomická fakulta, 734-745. ISBN 978-80-248-3172-5
- [92] RŮČKOVÁ, P., 2015. Dependency of Return on Equity and Use of Finance Sources in Building Companies in V4. *E&M Ekonomie a Management*, **18**(3), 73-83. ISSN 1212-3609
- [93] RŮČKOVÁ, P. a HERYÁN, T., 2015. The capital structure management in selected business branches and companies from the building area in conditions of the Czech Republic. *Prague Economic Paper*, **24**(6). ISSN 2336-730X
- [94] SCOTT, J. H., 1977. Bankruptcy, secured debt, and optimal capital structure. *The Journal of Finance*, **32**(1), 1-19. ISSN 1540-6261
- [95] *Server Ministerstva průmyslu a obchodu České republiky* [online] [vid. 2016-04-18] Dostupné z Url: <http://www.mpo.cz>, Finanční analýzy Ministerstva průmyslu a obchodu České republiky.
- [96] *Server Ministerstva průmyslu a obchodu České republiky* [online] [vid. 2016-04-18] Dostupné z Url: <http://www.mpo.cz>, Analýza vývoje ekonomiky ČR a odvětví v působnosti MPO

- [97] *Server OECD* [vid. 2016-07-18] Dostupné z Url: [http:// https://data.oecd.org/](http://https://data.oecd.org/)
- [98] *Server EUROSTAT* [vid. 2016-07-18] Dostupné z Url: <http://ec.europa.eu/eurostat>
- [99] SHLEIFER, A. a VISHNY, R.W., 1992. Liquidation values and debt capacity: A market equilibrium approach. *The Journal of Finance*, **47**(4), 1343-1366. ISSN 1540-6261
- [100] SHUMWAY, T., 2001. Forecasting Bankruptcy More Accurately: A Simple Hazard Model. *Journal of Business*, **74**(1), 101-124. ISSN 15375374
- [101] SHYAM-SUNDER, L. a MYERS, S. C., 1999. Testing static against pecking order models of capital structure. *Journal of Financial Economics*, **51**, 219-244. ISSN 0304-405X
- [102] SCHMUCKLER, S. L. a VESPERONI, E., 2001. Globalization and Firms' Financing Choices: Evidence from Emerging Economies World Bank Policy Research. *Working Paper No. 2323*.
- [103] SCHWENKER, B. a SPREMANN, K., 2009. *Management Between Strategy and Finance*. Springer.
- [104] SIBILKOV, V., 2009. Asset liquidity and capital structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, **44**(05), 1173-1196. ISSN 0022-1090
- [105] STIGLITZ, J. E., 1973. Taxation, corporate financial policy, and the cost of capital. *Journal of Public Economics*, **2**(1), 1-34. ISSN 0047-2727
- [106] STREBULAEV, I. A., 2007. Do tests of capital structure theory mean what they say? *The Journal of Finance*, **62**(4), 1747-1787. ISSN 1540-6261
- [107] STREBULAEV, I. A. a WHITED, T. M., 2012. Dynamic Models and Structural Estimation in Corporate Finance. Final pre-publication version. *Foundations and Trends in Finance*, **6**, 1-163. ISSN 1567-2409
- [108] STULZ, R. a JOHNSON, H., 1985. An analysis of secured debt. *Journal of Financial Economics*, **14**, 501-521. ISSN 0304-405X
- [109] STULZ, R., 1990. Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics*, **26**. ISSN 0304-405X
- [110] SUGRUE, T. F. a SCHERR, F. C., 1989. Beta Theory of Capital Structure. *The Financial Review*, **24**(3), 355-370. ISSN 1540-6288
- [111] TAGGART, R. A., 1977. A model of corporate financing decisions. *Journal of Finance*, **32**, 1467-1484. ISSN 1540-6261
- [112] TITMAN, S. a WESSELS, R., 1988. The determinants of capital structure choice. *Journal of Finance*, **43**, 1-19. ISSN 1540-6261
- [113] TOŠENOVSKÝ, F., 2014. *Statistické metody pro ekonomy*. Karviná: Obchodně podnikatelská fakulta. ISBN 978-80-7510-031-3
- [114] TOY, N. et al., 1974. A comparative international study of growth, profitability, and risk as determinants of corporate debt ratios in the manufacturing sector. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, **9**(05), 875-886. ISSN 0022-1090

- [115] WALD, J. K., 1999. How firm characteristics affect capital structure: an international comparison. *Journal of Financial Research*, **22**(2), 161-187. ISSN1475-6803
- [116] WELCH, I., 2004. Capital structure and stock returns. *Journal of Political Economy*, **112**, 106–131. ISSN 0022-3808
- [117] WESTON, J. F., 1955. Toward Theories of Financial Policy. *Journal of Finance*, **10**, 130 – 143. ISSN 1540-6261
- [118] Williamson, O. E., 1988. Corporate Finance and Corporate Governance. *Journal of Finance*, **43**(3), 567-591. ISSN 1540-6261

Seznam zkratek

BL	Tržní hodnota obligací zadlužené firmy
DER	Poměr cizích a vlastních zdrojů financování
EBIT	Provozní výsledek hospodaření
GMM	Metoda náhodných momentů, Zevšeobecněná metoda momentů
H(n)	Hypotéza (č.)
HDP	Hrubý domácí produkt
L3	Běžná likvidita
M&M	Miller a Modigliani
r	Úroková sazba z bezrizikových podnikových obligací
r_e	Náklady vlastního kapitálu
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
SAA	Podíl dlouhodobého majetku k celkovým aktivům
S_L	Tržní hodnota akcií zadlužené firmy
S_u	Tržní hodnota akcií nezadlužené firmy
T_C	zdanění
T_g	Daň z příjmu fyzických osob
T_p	Daň z příjmu právnických osob
V4	Visegradská skupina, Visegradská čtyřka
V_L	Tržní hodnota cenných papírů zadlužené firmy
V_u	Tržní hodnota cenných papírů nezadlužené firmy
WACC	Průměrné vážené náklady kapitálu
Y_u	Průměrná rentabilita vlastního kapitálu zadlužené firmy

Seznam tabulek

Tabulka č. 1	Porovnání teorií postavených na manažersko-akcionářském konfliktu	45
Tabulka č. 2	Vymezení hlavních rysů a nedostatků teorií kapitálové struktury	50
Tabulka č. 3	Finanční systém a kapitálová struktura	67
Tabulka č. 4	Počty analyzovaných společností v jednotlivých zemích a jednotlivých oborech podnikání	79
Tabulka č. 5	Hodnocení vývoje české ekonomiky pomocí vybraných ukazatelů.....	82
Tabulka č. 6	Hodnocení vývoje maďarské ekonomiky pomocí vybraných ukazatelů	88
Tabulka č. 7	Hodnocení vývoje polské ekonomiky pomocí vybraných ukazatelů	94
Tabulka č. 8	Hodnocení vývoje slovenské ekonomiky pomocí vybraných ukazatelů	101
Tabulka č. 9	Hodnoty korelačních koeficientů jednotlivých vazeb	112
Tabulka č. 10	Debt/equity ratio jako závisle proměnná ve vztahu k rentabilitě vlastního kapitálu, běžné likviditě a podílu dlouhodobého majetku na celkových aktivech v České republice.....	115
Tabulka č. 11	ROE jako závisle proměnná ve vztahu k debt/equity ratio.....	117
Tabulka č. 12	Debt/equity ratio jako závisle proměnná ve vztahu k rentabilitě vlastního kapitálu, běžné likviditě a podílu dlouhodobého majetku na celkových aktivech v Maďarsku.....	118
Tabulka č. 13	ROE jako závisle proměnná	120
Tabulka č. 14	Debt/equity ratio jako závisle proměnná ve vztahu k rentabilitě vlastního kapitálu, běžné likviditě a podílu dlouhodobého majetku na celkových aktivech v Polsku	121
Tabulka č. 15	ROE jako závisle proměnná	122
Tabulka č. 16	Debt/equity ratio jako závisle proměnná ve vztahu k rentabilitě vlastního kapitálu, běžné likviditě a podílu dlouhodobého majetku na celkových aktivech na Slovensku.....	123
Tabulka č. 17	ROE jako závisle proměnná	125
Tabulka č. 18	Shrnutí funkční závislosti DER a ROE dle teorií a metod vyhodnocování.....	129
Tabulka č. 19	Shrnutí vyhodnocení hypotéz H1 a H2.....	134
Tabulka č. 20	Shrnutí vyhodnocení hypotéz H3 a H4.....	134

Seznam grafů

Graf č. 1	Náklady v modelu Miller Modigliani – tvrzení I. – neexistence daní	23
Graf č. 2	Náklady v modelu Miller-Modigliani – tvrzení II. – existence daní	24
Graf č. 3	Náklady v modelu Miller-Modigliani – tvrzení III.....	26
Graf č. 4	Grafické vyjádření tradiční teorie z hlediska vztahů nákladů kapitálu.....	28
Graf č. 5	Grafické vyjádření trade off teorie z hlediska vztahů k tržní hodnotě podniku	29
Graf č. 6	Náklady přizpůsobení se v rámci optimálního rozsahu kapitálové struktury	32
Graf č. 7	Vztah hodnoty společnosti a objemu manažerských výhod	46
Graf č. 8	Vývoj průměrných hodnot debt/equity ratio ve vybraných oborech podnikání České republiky v letech 2007 až 2014.....	83
Graf č. 9	Vývoj průměrných hodnot rentability vlastního kapitálu ve vybraných oborech podnikání České republiky v letech 2007 až 2014.....	85
Graf č. 10	Vývoj průměrných hodnot běžné likvidity (L3) ve vybraných oborech podnikání České republiky v letech 2007 až 2014.....	86
Graf č. 11	Vývoj průměrných hodnot dlouhodobého majetku na celkovém objemu majetku ve vybraných oborech podnikání České republiky v letech 2007 až 2014.....	87
Graf č. 12	Vývoj průměrných hodnot debt/equity ratio ve vybraných oborech podnikání v Maďarsku v letech 2007 až 2014	90
Graf č. 13	Vývoj průměrných hodnot rentability vlastního kapitálu ve vybraných oborech podnikání v Maďarsku v letech 2007 až 2014	91
Graf č. 14	Vývoj průměrných hodnot běžné likvidity ve vybraných oborech podnikání v Maďarsku v letech 2007 až 2014	92
Graf č. 15	Vývoj průměrných hodnot podílu dlouhodobého majetku na celkových aktivech ve vybraných oborech podnikání v Maďarsku v letech 2007 až 2014.....	93
Graf č. 16	Vývoj průměrných hodnot debt/equity ratio v Polsku v letech 2007 až 2014	95
Graf č. 17	Vývoj průměrných hodnot rentability vlastního kapitálu v jednotlivých oborech podnikání v Polsku v letech 2007 až 2014	96
Graf č. 18	Vývoj průměrných hodnot běžné likvidity v jednotlivých oborech podnikání v Polsku v letech 2007 až 2014.....	98
Graf č. 19	Vývoj průměrných hodnot podílu dlouhodobého majetku na celkových aktivech v jednotlivých oborech podnikání v Polsku v letech 2007 až 2014	99
Graf č. 20	Vývoj průměrných hodnot debt/equity ratio ve vybraných oborech podnikání na Slovensku v letech 2007 až 2014	102
Graf č. 21	Vývoj průměrných hodnot rentability vlastního kapitálu ve vybraných oborech podnikání na Slovensku v letech 2007 až 2014	103

Graf č. 22	Vývoj průměrných hodnot běžné likvidity ve vybraných oborech podnikání na Slovensku v letech 2007 až 2014	104
Graf č. 23	Vývoj průměrných hodnot podílu dlouhodobého majetku na celkových aktivech ve vybraných oborech podnikání na Slovensku v letech 2007 až 2014.....	105
Graf č. 24	Korelace průměrných hodnot vybraných ukazatelů s debt/equity ratio v České republice	107
Graf č. 25	Korelace průměrných hodnot vybraných ukazatelů s debt/equity ratio v Maďarsku	108
Graf č. 26	Korelace průměrných hodnot vybraných ukazatelů s debt/equity ratio v Polsku.....	109
Graf č. 27	Korelace průměrných hodnot vybraných ukazatelů s debt/equity ratio na Slovensku	111

Seznam schémat

Schéma č. 1	Členění zdrojů financování firem.....	4
Schéma č. 2	Vlivy na kapitálovou strukturu.....	11
Schéma č. 3	Životní cyklus podniku z hlediska příjmů a výdajů	13
Schéma č. 4	Členění teorií kapitálové struktury dle Myerse	17
Schéma č. 5	Členění teorií kapitálové struktury	18
Schéma č. 6	Členění teorií kapitálové struktury dle Frank a Goyal	19
Schéma č. 7	Schéma hodnotových vztahů dvou základních tvrzení M&M modelu .	24
Schéma č. 8	Hierarchie využití zdrojů financování podle pecking order teorie	34
Schéma č. 9	Metody použité v rámci studie	74

Příloha č. 1 – Dílčí testy v jednotlivých zemích a oborech podnikání

Česká republika

Tabulka č. 21 Debt/equity ratio jako závisle proměnná ve vztahu k rentabilitě vlastního kapitálu

	zpracovatelský	energetika	stavebnictví	služby
DER_(t-1)	-0,0031*	0,0144***	-0,0112***	0,0138***
ROE	33,0377***	6,0233***	22,4754***	19,8067***
Sargan/Hansen test	0,5968	0,1345	0,0110	0,6002

Tabulka č. 22 ROE jako závisle proměnná ve vztahu k debt/equity ratio

	zpracovatelský	energetika	stavebnictví	služby
ROE_(t-1)	0,0006	-0,0120***	-0,0023***	0,0007*
DER	0,0253***	0,0173***	0,0414***	0,0368***
Sargan/Hansen test	0,1506	0,2832	0,2474	0,2578

Tabulka č. 23 Debt/equity ratio jako závisle proměnná ve vztahu k běžné likviditě

	zpracovatelský	energetika	stavebnictví	služby
DER_(t-1)	-0,0049***	0,0127***	-0,1197***	0,0131***
L3	-0,0001	-0,0261	-0,034059	-0,0438
Sargan/Hansen test	0,2578	0,1287	0,1013	0,8065

Tabulka č. 24 Debt/equity ratio jako závisle proměnná ve vztahu k podílu dlouhodobého majetku k celkovým aktivům

	zpracovatelský	energetika	stavebnictví	služby
DER_(t-1)	-0,0049***	0,0144***	-0,1189***	0,0138***
SAA	-6,5694	0,7255	-55,2746***	0,1674***
Sargan/Hansen test	0,3559	0,3782	0,0000	0,7603

Poznámka ke všem tabulkám: *** položka je statisticky významná na hladině 1 %, ** položka je statisticky významná na hladině 5 %, * položka je statisticky významná na hladině 10 %, položky bez označení jsou statisticky nevýznamné.

Maďarsko

Tabulka č. 25 Debt/equity ratio jako závisle proměnná ve vztahu k rentabilitě vlastního kapitálu

	zpracovatelský	energetika	stavebnictví	služby
DER_(t-1)	-0,0542 ***	0,0433 ***	0,5313 ***	0,3427 ***
ROE	-0,6158 ***	6,2141 ***	0,8262 ***	0,5015
Sargan/Hansen test	0,6003	0,5778	0,3712	0,6082

Tabulka č. 26 ROE jako závisle proměnná

	zpracovatelský	energetika	stavebnictví	služby
ROE_(t-1)	0,0270 ***	-0,0949 ***	-0,1520 ***	0,0474 ***
DER	-0,0045 ***	0,0863 ***	0,0112 ***	0,0190 ***
Sargan/Hansen test	0,2913	0,3936	0,4248	0,3468

Tabulka č. 27 Debt/equity ratio jako závisle proměnná ve vztahu k běžné likviditě

	zpracovatelský	energetika	stavebnictví	služby
DER_(t-1)	-0,0545 ***	0,1076 ***	0,5307 ***	0,3559 ***
L3	-0,2639 *	-11,3001 ***	-0,6309 ***	-0,1139 **
Sargan/Hansen test	0,4701	0,4313	0,4694	0,6397

Tabulka č. 28 Debt/equity ratio jako závisle proměnná ve vztahu k podílu dlouhodobého majetku k celkovým aktivům

	zpracovatelský	energetika	stavebnictví	služby
DER_(t-1)	-0,0547 ***	0,0985 ***	0,5505 ***	0,3543 ***
SAA	-1,8063	60,3296 ***	0,7293 ***	-3,6385 ***
Sargan/Hansen test	0,5725	0,4364	0,3686	0,6444

Poznámka ke všem tabulkám: *** položka je statisticky významná na hladině 1 %, ** položka je statisticky významná na hladině 5 %, * položka je statisticky významná na hladině 10 %, položky bez označení jsou statisticky nevýznamné.

Polsko

Tabulka č. 29 Debt/equity ratio jako závisle proměnná ve vztahu k rentabilitě vlastního kapitálu

	zpracovatelský	energetika	stavebnictví	služby
DER _(t-1)	-0,1575 ***	-0,3715 ***	0,0285 ***	0,0067 ***
ROE	4,8075 ***	-8,3268 ***	3,0718 ***	0,9154 *
Sargan/Hansen test	0,1335	0,2360	0,5211	0,3126

Tabulka č. 30 ROE jako závisle proměnná

	zpracovatelský	energetika	stavebnictví	služby
ROE _(t-1)	-0,2387 ***	-0,3673 ***	-0,8751 ***	0,0099 ^a
DER	0,2031 ^a	-0,0002	0,065572 ^a	0,0216 ^a
Sargan/Hansen test	0,3464	0,1291	0,0002	0,3894

Tabulka č. 31 Debt/equity ratio jako závisle proměnná ve vztahu k běžné likviditě

	zpracovatelský	energetika	stavebnictví	služby
DER _(t-1)	-0,1596 ^a	-0,3756 ^a	0,0018 ^b	0,0534 ^a
L3	-0,0535	0,715487 ^a	2,388754 ^a	-0,0009
Sargan/Hansen test	0,1294	0,2491	0,1649	0,3552

Tabulka č. 32 Debt/equity ratio jako závisle proměnná ve vztahu k podílu dlouhodobého majetku k celkovým aktivům

	zpracovatelský	energetika	stavebnictví	služby
DER _(t-1)	-0,1641 ^a	-0,3735 ^a	-0,0076 ^a	0,0075 ^a
SAA	280,4653 ^a	-19,4095 ^a	-45,2148 ^a	-4,4235
Sargan/Hansen test	0,2981	0,0000	0,0000	0,3729

Poznámka ke všem tabulkám: *** položka je statisticky významná na hladině 1 %, ** položka je statisticky významná na hladině 5 %, * položka je statisticky významná na hladině 10 %, položky bez označení jsou statisticky nevýznamné.

Slovensko

Tabulka č. 33 Debt/equity ratio jako závisle proměnná ve vztahu k rentabilitě vlastního kapitálu

	zpracovatelský	energetika	stavebnictví	služby
DER _(t-1)	-0,0016 ^a	-0,3077 ^a	0,6576 ^a	0,0503 ^a
ROE	-17,5007 ^a	-2,0786 ^a	-18,8179 ^a	-0,0025
Sargan/Hansen test	0,7706	0,3364	0,0114	0,4797

Tabulka č. 34 ROE jako závisle proměnná

	zpracovatelský	energetika	stavebnictví	služby
ROE _(t-1)	0,0002 ^b	-0,0845 ^a	-0,0776 ^a	0,0007 ^a
DER	-0,0560 ^a	-0,0010 ^a	-0,0359 ^a	-0,0153 ^a
Sargan/Hansen test	0,5615	0,2932	0,0021	0,4416

Tabulka č. 35 Debt/equity ratio jako závisle proměnná ve vztahu k běžné likviditě

	zpracovatelský	energetika	stavebnictví	služby
DER _(t-1)	-0,0014 ^a	-0,3098 ^a	0,1790 ^a	0,0488 ^a
L3	-0,0009 ^a	-0,023305 ^d	1,4088 ^a	-0,1082 ^c
Sargan/Hansen test	0,4196	0,3709	0,0621	0,5698

Tabulka č. 36 Debt/equity ratio jako závisle proměnná ve vztahu k podílu dlouhodobého majetku k celkovým aktivům

	zpracovatelský	energetika	stavebnictví	služby
DER _(t-1)	-0,0012 ^a	-0,3099 ^a	0,5119 ^a	0,0529 ^a
SAA	-37,5935 ^a	-0,6628	-24,4151 ^a	0,2324
Sargan/Hansen test	0,0141	0,2022	0,0007	0,4316

Poznámka ke všem tabulkám: *** položka je statisticky významná na hladině 1 %, ** položka je statisticky významná na hladině 5 %, * položka je statisticky významná na hladině 10 %, položky bez označení jsou statisticky nevýznamné.