

MASARYKOVA UNIVERZITA
EKONOMICKO-SPRÁVNÍ FAKULTA

Firemní finance

Distanční studijní podpora

Miroslav Sponer

Brno 2012

Autor:
Ing. Miroslav Sponer, Ph.D.

© Masarykova univerzita, 2012

OBSAH

ÚVOD	4
1 ÚVOD DO PODNIKOVÝCH FINANČÍ	5
1.1 Cíle a principy podnikových financí	5
1.2 Finanční řízení podniku	7
1.3 Majetková a finanční struktura podniku	8
1.4 Optimalizace finanční struktury podniku	11
2 KRÁTKODOBÉ FINANČNÍ ŘÍZENÍ PODNIKU	15
2.1 Řízení oběžného majetku podniku	15
2.2 Krátkodobé financování	18
3 ČASOVÁ HODNOTA PENĚŽ	29
3.1 Úrokové míry v ekonomice	29
3.2 Jednoduché úročení	31
3.3 Složené úročení	31
3.4 Současná a budoucí hodnota anuity	32
4 INVESTIČNÍ ROZHODOVÁNÍ A HODNOCENÍ INVESTIČNÍCH PROJEKTŮ	35
4.1 Dlouhodobé finanční řízení podniku	35
4.2 Investiční rozhodování podniku	35
4.3 Hodnocení efektivity investičních projektů	40
4.4 Metody hodnocení efektivity investic	42
5 DLOUHODOBÉ FINANCOVÁNÍ PODNIKU	53
5.1 Členění dlouhodobých finančních zdrojů	53
5.2 Interní zdroje financování	53
5.3 Externí zdroje financování	56
6 FINANČNÍ ŘÍZENÍ ZAHRANIČNÍ SMĚNY PODNIKU	65
6.1 Úvod do problematiky	65
6.2 Působení devizového kurzu na rozhodování exportérů a importérů	65
6.3 Devizový trh a jeho struktura	69
6.4 Devizové operace na devizových trzích	72
6.5 Řízení kurzových rizik	74
SEZNAM LITERATURY	80

ÚVOD

Vážení,

vítejte při studiu předmětu Firemní finance. Distanční studijní opora, kterou právě začínáte číst, je určena studentům kombinovaného studia předmětu Firemní finance nabízeného v rámci magisterského studia oboru Finance. Je možné ji však doporučit každému, kdo se zajímá o problematiku podnikových financí a finančního řízení firem.

Cílem předmětu i tohoto textu je seznámit Vás s principy podnikových financí. Při jeho studiu získáte přehled o finančním řízení a rozhodování firem. Seznámíte se s majetkovou a finanční strukturou podniků, řízením oběžného majetku, investičním rozhodováním a financováním podniků.

Věřím, že Vám tento text poskytne větší přehled o provázanosti jednotlivých firemních aktivit a firemních financí.

V Brně, duben 2012

autor

1 ÚVOD DO PODNIKOVÝCH FINANČÍ

Cíl kapitoly

Po nastudování kapitoly porozumíte základním principům podnikových financí a hlavním cílům, které podniky sledují. V této kapitole se budeme zabývat také principy finančního řízení podniku, jeho majetkovou a finanční strukturou a otázkami optimalizace finanční struktury podniku.

Časová zátěž

Tuto kapitolu doporučujeme studovat v prvním týdnu semestru v celkovém rozsahu 8 hodin.

1.1 Cíle a principy podnikových financí¹

Veškerá aktivita podniku, jeho založení, činnost i případná likvidace je spojená s finančními pohyby v rámci podniku. Rozhodování v otázkách podnikových financí má proto strategický význam pro fungování podniku, jeho konkurenceschopnost a výkonnost. Je proto důležité řídit finanční procesy a operace podniku tak, aby byl podnik schopen efektivně fungovat a měl perspektivu dlouhodobé existence.²

Definice podnikových financí

„Podnikové finance zobrazují pohyby peněžních prostředků, podnikového kapitálu a finančních zdrojů, při nichž se podnik dostává do různorodých kvantitativních i kvalitativních peněžních vztahů s ostatními podnikatelskými subjekty, zaměstnanci a státem.“³ Pro další pochopení podnikových financí je potřeba definovat následující pojmy:

- *Peněžní prostředky* podniku představují vysoce likvidní finanční aktiva podniku: hotovost a vklady na bankovních účtech. Jejich hlavní funkcí je zabezpečit likviditu neboli platební schopnost podniku.
- *Podnikový kapitál* představuje souhrn všech peněz vázaných v celkovém majetku podniku k určitému okamžiku. Jeho struktura zachycuje způsob financování podniku („nabytí majetku podniku z finančního hlediska“).⁴ Hlavní úlohou podnikového kapitálu je zajišťovat obnovu a přírůstek majetku podniku s co nejnižšími průměrnými náklady na pořízení kapitálu. Tím se vytváří optimální finanční struktura podniku.
- *Podnikový majetek* představuje soubor hmotných i nehmotných statků (aktiv), které podnik vlastní za účelem jejich zhodnocování, podnikání a organizace své činnosti. Dělíme ho na dlouhodobý majetek (hmotný, nehmotný, finanční) a krátkodobý majetek.
- *Finanční zdroje* jsou zdroje pro tvorbu peněžních prostředků a podnikového kapitálu. Finanční zdroje jsou souhrnem peněz, které podnik získá během určitého období prodejem svých výrobků, služeb, svého nepeněžního majetku, růstem různých forem vlastního kapitálu, dluhů, příp. formou dotací. Za specifický finanční zdroj je možné považovat i

¹ upraveno podle SVOBODA, M. a kol. *Základy financí*. Brno: Masarykova univerzita, 2009, s. 86-87.

² Viz PAVELKOVÁ, D.; KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. Praha: Linde nakladatelství, 2005, s. 11.

³ Cit: VALACH, J. *Finanční řízení podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 1999, s. 14.

⁴ Cit: VALACH, J. *Finanční řízení podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 1999, s. 13.

leasing a různé formy záloh od odběratelů. Finanční zdroje jsou východiskem pro hodnocení finanční situace podniku. Při finanční analýze podniku (při hodnocení jeho finanční rovnováhy) se porovnává výše finančních zdrojů, jejich struktura a jejich poměr k finančním potřebám.

V souvislosti s fungováním podniku dochází k neustálému pohybu peněžních prostředků, podnikového kapitálu i finančních zdrojů. Neustále se na jedné straně vytvářejí nové peněžní prostředky, podnikový kapitál i finanční zdroje. Na druhé straně dochází k jejich rozdělování a užití (investování).

Při tomto pohybu peněžních prostředků, podnikového kapitálu a finančních zdrojů podnik vstupuje do peněžních vztahů s ostatními výrobními a obchodními podniky, zaměstnanci, bankovními a finančními institucemi a státem. V těchto vztazích nejde jen o jejich kvantitativní stránku, ale i o jejich finanční řízení.⁵

Cíle podnikových financí

Jako hlavní cíl podniku je nejčastěji uváděna, především v mikroekonomické teorii, **maximalizace zisku**. Tento přístup stanovení hlavního cíle podniku je v dnešní době často kritizován, a to z následujících důvodů:

- Maximalizace zisku je významný cíl podnikání, nikoliv však cíl jediný. Analýzy reálného chování podniků dokazují spíše multikriteriální rozhodování a sledování několika cílů (např. tržní podíl, výnosnost investic...).
- Jedná se o statický přístup, který nebere v úvahu faktor času, nerozlišuje, v kterém okamžiku bylo zisku dosaženo, nerozlišuje krátkodobé a dlouhodobé zisky. Je proto zdůrazňována potřeba aktualizovat zisky s ohledem na čas.
- Zisk podniku vykazovaný v účetnictví podniku je silně ovlivňován pojetím nákladů a výnosů, zvolenou metodou odepisování apod. Proto se klade důraz na využívání peněžních toků (cash flow) pro hodnocení výkonnosti podniků a také investičních projektů.
- Maximalizace zisku jako hlavní cíl podnikání nebere v úvahu různý stupeň rizika, s nímž je zisku dosahováno. Předpokládá, že vyšší zisk je dosahován při stejném stupni rizika. To je ale nereálný předpoklad – obvykle ziskovější alternativy podnikání přinášejí i vyšší riziko.

Z výše uvedených důvodů se v současné době za **hlavní cíl** v tržní ekonomice preferuje snaha o **maximalizaci tržní hodnoty** podniku, což v podmínkách akciové společnosti představuje maximalizaci tržní ceny akcií. Cílem všech podniků je tedy snaha o jejich dlouhodobou existenci a zajištění dlouhodobého rozvoje podniku, resp. snaha o dlouhodobou prosperitu podniku.

Vedle tohoto hlavního cíle se podniky snaží o dosahování **dílčích finančních cílů**:

- *Platební schopnost (likvidita)* podniku, tj. schopnost podniku dostát svým závazkům včas a v plné výši.
- *Rentabilita* podniku, tj. schopnost podniku generovat realizací své činnosti zisk pro vlastníky v požadované výši.
- *Finanční rovnováha* (dlouhodobá finanční stabilita podniku) je podmíněna jak správnou finanční strukturou podniku, tak i správnou alokací finančních zdrojů, tj. optimální majetkovou strukturou podniku.

⁵ VALACH, J. *Finanční řízení podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 1999, s. 14.

1.2 Finanční řízení podniku

Úkolem finančního řízení podniku je řídit finanční hospodaření podniku. Těžištěm finančního řízení je získávání potřebného množství peněz a kapitálu z různých finančních zdrojů (financování), jejich investování, resp. užití v souladu s cíli firmy, a konečně také rozdělování zisku (v podmínkách akciových společností se jedná o dividendovou politiku). Finanční řízení rovněž poskytuje všem zainteresovaným (vlastníkům, manažerům, pracovníkům, věřitelům, investorům) přehled o finanční situaci a finančních souvislostech hospodaření podniku.

Finanční řízení podniku je však daleko obsáhlejší a zabývá se těmito činnostmi:⁶

- *získáváním finančních zdrojů podniku* – vlastního kapitálu upisováním (emisi) akcií, rozdělováním zisku, cizí zdroje formou čerpání bankovních úvěrů, emisi podnikových obligací apod.;
- *řízením finanční struktury podniku* – tj. volbou takové struktury zdrojů podniku, které nejlépe vyhovují struktuře podnikového majetku, a současně jsou optimální z hlediska nákladů na finanční zdroje, doby splatnosti a finančního rizika;
- *řízením aktiv podniku* – tj. řízením oběžných i dlouhodobých aktiv tak, aby bylo dosaženo co nejvyšší efektivity podnikání;
- *investováním finančních zdrojů* – do podnikatelských aktivit, dlouhodobého majetku, případně investováním volných finančních prostředků na kapitálových trzích s cílem dosáhnout co nejvyšší výnosnosti;
- *vedením účetnictví a controllingem* – každé řízení potřebuje informace. Účetnictví poskytuje informace o podnikových financích, majetku a je východiskem pro kontrolu procesů v podniku, finanční analýzu a měření výkonnosti podniku. Fungující controlling podporuje dosahování podnikových cílů a umožňuje odhalování slabých míst v činnosti podniku;
- *finanční analýzou a měřením výkonnosti podniku* – úspěšně se mohou rozvíjet jen ty podniky, které flexibilně reagují na změněné podmínky podnikání a které sledují a pravidelně vyhodnocují úroveň podnikové výkonnosti a investují do jejího zvyšování;
- *finančním plánováním* – plánování budoucího vývoje pomáhá odhalit rizika, která souvisejí s vývojem podniku;
- *rozdělováním zisku* – v neposlední řadě je potřeba vytvořený zisk podniku použít k odměňování vlastníků (dividendy, podíly na zisku), k tvorbě fondů ze zisku a k dalšímu rozvoji podniku.

Pro maximalizaci tržní hodnoty podniku je důležité kompetentní řízení podnikových financí při **respektování základních principů finančního řízení podniku:**

- *optimalizace finanční struktury* – Finanční struktura představuje strukturu financování podniku. Optimální finanční struktura je potom taková, při které jsou průměrné náklady na kapitál minimální, a tudíž tržní hodnota firmy bude maximální.⁷ Optimalizací finanční struktury podniku se budeme zabývat v poslední části této kapitoly.
- *princip cash flow neboli princip peněžních toků* – Při finančním řízení jsou rozhodující konkrétní finanční toky peněžních prostředků (jejich příjmy a výdaje), nikoliv účetně vykazované výnosy a náklady. Finanční zdraví firmy závisí na její platební schopnosti. Podnik, který sice vykazuje zisk, ale nemá pohotové peněžní prostředky na úhradu svých

⁶ VALACH, J. *Finanční řízení podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 1999, s. 22.

⁷ VALACH, J. *Finanční řízení podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 1999, s. 20, nebo PAVELKOVÁ, D.;

KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. Praha: Linde nakladatelství, 2005, s. 173.

závazků, se okamžitě dostává do problémů. Dostatečná likvidita podniku je z krátkodobého pohledu nejdůležitějším cílem podnikových financí.

- *princip čisté současné hodnoty (Net Present Value)* – znamená, že podnik užije své finanční zdroje jenom k takovým investicím, jejichž čistá současná hodnota bude pozitivní. Čistá současná hodnota je rozdíl mezi diskontovanými peněžními příjmy z investice a diskontovanými kapitálovými výdaji na investici (tudíž respektuje faktor času).
- *respektování faktoru času* – znamená respektovat a brát v potaz časovou hodnotu peněz.
- *zohledňování rizika podnikání (risk management)* – Dosahování zisků je spojené vždy s určitou mírou rizika. Pro výrobní podnik to např. znamená, že pokud méně riskantní investice do rozšíření produkce přinese stejný očekávaný zisk jako riskantnější investice do výroby nového produktu, rozhodne se podnik pro méně riskantní investici. Řízení rizika je v současné době při řízení společností nezbytné. Využívají se při něm sofistikované matematicko-statistické modely a odhady. Výsledkem je následná diversifikace podnikatelských aktivit a investic, pojišťování rizik, tvorba rezervních fondů apod.

Finanční řízení podniku má za úkol řídit strukturu a změny struktury aktiv a pasiv tak, aby tyto změny vždy směřovaly k dosahování stanovených cílů. Kromě vnitřních potřeb podniku a jeho cílů ovlivňují finanční řízení taky vnější (externí) vlivy. Mezi externí vlivy patří konkurenční prostředí, všeobecné tendence vývoje trhů, hospodářský cyklus, vývoj daňového systému a daňové zátěže podniků, úrokové sazby v ekonomice, míra inflace, kurzy devizového trhu apod.

1.3 Majetková a finanční struktura podniku

Majetková struktura podniku představuje podrobnou strukturu aktiv podniku. Za aktivum se považuje takový majetek podniku, který pro podnik představuje budoucí ekonomický užitek.⁸ Pokud se podíváme na stranu aktiv rozvahy, vidíme, že majetek podniku lze dělit z hlediska doby využití na dlouhodobý a krátkodobý.

- **Dlouhodobý majetek**
 - o dlouhodobý nehmotný majetek – know how podniku, goodwill, software, výsledky výzkumu, patenty;
 - o dlouhodobý hmotný majetek – pozemky, budovy, stavby, strojní a technické zařízení, inventář, umělecké a kulturní sbírky a předměty;
 - o dlouhodobý finanční majetek – cenné papíry a účasti se splatností nad 1 rok, poskytnuté půjčky se splatností nad 1 rok.
- **Krátkodobý majetek**
 - o zásoby zboží, materiálu, polotovarů, pomocných látek;
 - o krátkodobé pohledávky se splatností do jednoho roku;
 - o krátkodobý finanční majetek se splatností do jednoho roku;
 - o peněžní prostředky – pokladni hotovost, prostředky na běžných účtech.

Majetkovou strukturu ovlivňuje řada faktorů:

- *Růst podnikových výkonů* – zvyšuje požadavky na velikost majetku podniku při stejném stupni jeho využití a stejných cenách.

⁸ SEDLÁČEK, J. *Základy finančního účetnictví*. Praha: Ekopress, 2005, s. 29.

- *Stupeň využití majetku* – vyjadřuje se jako poměr podnikových výkonů za určité období k průměrnému stavu majetku. Stupeň využití majetku snižuje (zvyšuje) potřebu podnikového majetku.
- *Cena majetku* – působí na výši celkového majetku podniku přímo. Oceňování jednotlivých majetkových složek podniku ovlivňuje kvalitu účetních informací, závěry finanční analýzy a podnikové finanční plánování. Záměrné nadcenění majetku zvyšuje podnikový zisk. Podcenění majetku zisk snižuje, čímž ovlivňuje základ zdanění a vytváří skryté rezervy.

Struktura majetku závisí do značné míry na zaměření podniku. Pokud jde o obchodní firmu, bude majetková struktura jiná (větší objem oběžných aktiv) než u výrobního podniku, který potřebuje disponovat výrobními stroji a zařízeními, halami.

Rozvinutost peněžního a kapitálového trhu ovlivňuje investiční možnosti podniku. Pokud jsou tyto možnosti nízkou rozvinutostí finančních trhů omezeny, bude se podnik snažit umístit své volné finanční prostředky do dalších podnikatelských projektů nebo je držet v hotovosti (což mu ale nepřinese žádný zisk).

Dlouhodobý finanční majetek zahrnuje nakoupené cenné papíry s dobou splatnosti delší než jeden rok (akcie, obligace, vkladové listy), půjčky poskytnuté jiným subjektům, ale také nemovitosti či umělecká díla nakoupená za účelem dlouhodobějšího uložení a zhodnocení volných peněžních prostředků.

Krátkodobý finanční majetek je tvořen peněžními prostředky podniku, termínovými vklady a krátkodobými cennými papíry (směnky, pokladniční poukázky).

Smyslem finančního majetku podniku je krátkodobé i dlouhodobé zhodnocení volných peněžních prostředků podniku formou úroků (z vkladů), kuponů (z držení dluhopisů), dividend (z držení akcií), nájemného (z pronájmů nemovitostí) apod., dále ovládnutí jiných podnikatelských subjektů a současně zabezpečení likvidity podniku.

Finanční struktura podniku

Finanční struktura podniku představuje strukturu podnikového kapitálu, ze kterého je financován jeho majetek.⁹ V rozvaze podniku je zobrazena na straně pasiv. Z hlediska nákladů kapitálu (nákladem vlastního kapitálu u a.s. jsou dividendy, nákladem cizího kapitálu jsou úroky) je důležité zvolit takovou finanční strukturu, při které jsou průměrné náklady na kapitál minimální, a tudíž tržní hodnota firmy bude maximální.

Mezi pasiva podniku řadíme především:

- **Vlastní zdroje**
 - o základní kapitál – tvoří ho akciový kapitál vložený do podniku jeho akcionáři, resp. peněžní a nepeněžité vklady společníků;
 - o kapitálové fondy – jsou tvořeny z darů, dotací, neodepisovaného majetku, emisního ážia;
 - o fondy ze zisku – rezervní fond, statutární fondy, ostatní fondy tvořené ze zisku;
 - o výsledek hospodaření – zisk nebo ztráta.
- **Cizí zdroje**
 - o rezervy – jsou tvořeny za určitým účelem (např. rezervy na opravy dlouhodobého hmotného majetku, rezervy na nedobytné pohledávky apod.);

⁹ VALACH, J. *Finanční řízení podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 1999, s. 77.

- o dlouhodobé závazky – podnikem emitované dluhopisy, závazky vůči různým subjektům se splatností nad 1 rok;
- o krátkodobé závazky – obchodní úvěry, závazky vůči státu, společníkům, zaměstnancům... (se splatností do 1 roku);
- o bankovní úvěry a výpomoci.

Rozvaha podniku

Rozvaha (neboli bilance) podniku definuje stav aktiv a pasiv podniku k určitému okamžiku (zpravidla ke konci roku, pololetí, čtvrtletí). Aktiva představují majetek podniku a pasiva podnikový kapitál.

Musí platit tzv. bilanční rovnice: **AKTIVA = PASIVA**

Tabulka 1: Rozvaha podniku

AKTIVA	PASIVA
Pohledávky za upsaný vlastní kapitál	
DLOUHODOBÝ MAJETEK	VLASTNÍ KAPITÁL
Dlouhodobý nehmotný majetek	Základní kapitál
Dlouhodobý hmotný majetek	Kapitálové fondy
Dlouhodobý finanční majetek	Fondy ze zisku
	Výsledek hospodaření z minulých let
	Výsledek hospodaření běžného období
KRÁTKODOBÝ MAJETEK	CIZÍ ZDROJE
Zásoby	Rezervy
Pohledávky	Závazky dlouhodobé
Krátkodobý finanční majetek	Závazky krátkodobé
Peněžní prostředky	Bankovní úvěry a výpomoci
Časové rozlišení	Časové rozlišení
AKTIVA CELKEM	PASIVA CELKEM

Pramen: vlastní zobrazení

Vztah majetkové a finanční struktury podniku

Pro udržení finanční stability podniku je nutné dát do souladu finanční a majetkovou strukturu podniku. Použitý podnikový kapitál pro financování podnikového majetku by měl odpovídat stupni likvidity jednotlivých druhů majetku. Aktiva, která jsou krátkodobá (část oběžného majetku) je vhodné financovat krátkodobými zdroji. Dlouhodobý majetek je účelné financovat dlouhodobým kapitálem, vlastním nebo cizím. Návratnost prostředků vložených do dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku je postupná – prostřednictvím odpisů se dostávají do nákladů a do ceny výrobků a služeb. Dlouhodobým kapitálem by měla být kryta i ta část oběžného majetku, která je v podniku trvale přítomna (čistý pracovní kapitál). Vlastní kapitál by měl krýt ta dlouhodobá aktiva, která jsou typická pro hlavní činnosti podniku, ostatní dlouhodobá aktiva mohou být kryta z cizího kapitálu, včetně leasingu, protože v případě nedostatku likvidity je podnik může odprodat, aniž by ohrozil podstatu své činnosti.¹⁰

¹⁰ PAVELKOVÁ, D.; KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. Praha: Linde nakladatelství, 2005, s. 176 – 177.

Přístupy k financování:

Neutrální strategie: Dlouhodobý majetek a trvale přítomný oběžný majetek je financován dlouhodobým kapitálem, pohyblivá část oběžného majetku je financována krátkodobým kapitálem.

Konzervativní strategie: Vyznačuje se vyšším použitím dlouhodobých finančních zdrojů, kdy se financuje těmito zdroji i přechodná část oběžného majetku. To však přináší vyšší náklady na financování.

Agresivní strategie: Krátkodobými zdroji je financována i část trvale přítomného oběžného majetku, případně také dlouhodobý majetek podniku. Nižší náklady financování jsou však v tomto případě doprovázeny vyšším rizikem platební neschopnosti.

Konzervativní strategie je pro podnik bezpečnější, ale dlouhodobý kapitál je nákladnější. Naproti tomu agresivní strategie je pro podnik méně nákladná, protože k financování podniku využívá ve velké míře levnější krátkodobý kapitál. Ale je taky riskantnější, protože může dojít k výpadku krátkodobého kapitálu a tím k narušení likvidity podniku.

1.4 Optimalizace finanční struktury podniku

S různými zdroji podnikového kapitálu jsou spojené rozdílné náklady na financování. Náklady spojené se získáním příslušného kapitálu jsou závislé na době jeho splatnosti, riziku a jeho použití z hlediska uživatele i věřitele.¹¹

Cenou za cizí kapitál je:

- u bankovních půjček *úrok*;
- u emitovaných dluhopisů vyplácený *kupón* (jiná forma úroku).

Cenou za vlastní kapitál jsou vyplácené *dividendy* (u akciových společnostech) nebo *podíly na zisku*.

Čím delší je doba splatnosti kapitálu, tím vyšší je zpravidla cena tohoto kapitálu. Proto je pro financování podniku nejlevnější krátkodobý cizí kapitál:

- bankovní krátkodobé úvěry;
- obchodní úvěry.

Nejdražší formou kapitálu je základní kapitál, protože jeho doba splatnosti je neomezená. Cenu kapitálu ovlivňuje i riziko, které věřitel podstupuje. Čím vyšší je riziko, tím vyšší je i cena kapitálu.

Dalším faktorem, který zlevňuje cizí kapitál, jsou daně. Podnik si může od základu daně odečíst jako daňově uznatelný náklad úroky placené z úvěrů a z emitovaných obligací, tedy náklady cizího kapitálu. Dividendy jako náklad vlastního kapitálu odečíst z daňového základu nelze.

Od určité míry zadluženosti začínají náklady na cizí kapitál stoupat. Věřitelé považují příliš zadlužené podniky za rizikové, a proto požadují vyšší úrokovou sazbu za poskytnuté úvěry. Podniky tedy mohou využívat cizí zdroje pouze do určité hranice zadluženosti.

K nejběžnějším ukazatelům zadluženosti patří **ukazatel celkové zadluženosti** (poměr cizího kapitálu vůči celkovému majetku):

¹¹ VALACH, J. *Finanční řízení podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 1999, s. 79.

$$\text{Celková_zadluženost} = \frac{\sum \text{cizí_zdroje}}{\sum \text{celková_aktiva}}$$

Samozřejmě, čím vyšší je tento ukazatel, tím vyšší je i riziko a tím vyšší jsou náklady cizího kapitálu.

V konečném důsledku lze říci, že podniky s bezpečnými hmotnými aktivy a velkým zdanitelným ziskem mohou mít relativně vysokou zadluženost. Podniky s nízkým ziskem a s rizikovými nehmotnými aktivy by se měly spoléhat hlavně na financování vlastními zdroji.¹²

Pokud tedy chce podnik dosahovat růstu tržní hodnoty podniku, musí se snažit minimalizovat průměrné náklady kapitálu. Je proto potřeba najít optimální finanční strukturu, tzn. vyvážený poměr mezi vlastním a cizím kapitálem.

V současné době je preferována tzv. teorie U-křivky. V současnosti je obtížné vyjádřit v běžné praxi matematický vztah mezi složením kapitálu a jeho průměrnými náklady. Důvodem je to, že podniky mají různou strukturu kapitálu, různou strukturu aktiv a věřitelé (banky) uplatňují při stanovování úroků za poskytnuté úvěry individuální přístup. To znamená, že dva podniky se stejnou finanční strukturou mohou mít průměrné náklady kapitálu rozdílné. Pro názornou ukázkou můžeme použít následující tabulku a graf:

Tabulka 2: Vliv zadluženosti na náklady kapitálu

varianta zadluženosti	podíl kapitálu na celkovém kapitálu	náklady kapitálu	průměrné náklady kapitálu
nízká zadluženost			
dluh	20%	6,5%	
vlastní kapitál	80%	12%	10,9%
zvýšená zadluženost			
dluh	40%	7%	
vlastní kapitál	60%	12,5%	10,3%
vysoká zadluženost			
dluh	60%	9%	
vlastní kapitál	40%	15%	11,4%

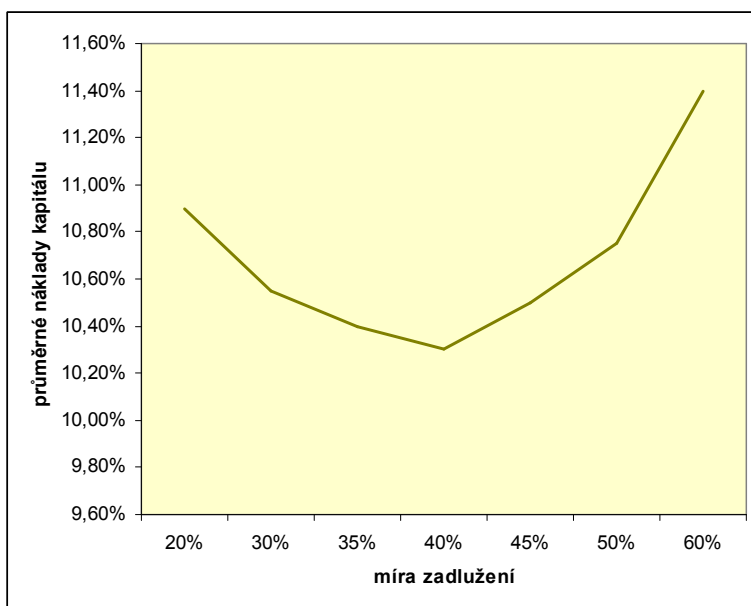
Pramen: VALACH, J. Finanční řízení podniku. 2. vyd. Praha: Ekopress, 1999, s. 80.

Průměrné náklady kapitálu se počítají jako vážený průměr nákladů na cizí a vlastní kapitál.

Z tabulky je patrné, že průměrné náklady nejdříve klesají a teprve při vysoké zadluženosti stoupají. Je to způsobené tím, že při vysoké zadluženosti vstupují věřitelé a investoři do většího rizika a požadují za svůj poskytnutý dlouhodobý či krátkodobý kapitál vyšší cenu. Danou situaci si ukážeme na grafu:

¹² PAVELKOVÁ, D.; KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. Praha: Linde nakladatelství, 2005, s. 178.

Schéma 1: Vliv zadluženosti na náklady kapitálu



Pramen: upraveno podle VALACH, J. Finanční řízení podniku. 2. vyd. Praha: Ekopress, 1999, s. 80.

Jak je z grafu patrné, nejnižší průměrné náklady celkového kapitálu dosáhne podnik u varianty B, tedy při zvýšené zadluženosti. *Křivka průměrných nákladů celkového kapitálu je právě zmiňovaná U-křivka. Za optimální úroveň zadlužení se považuje takové, při kterém jsou průměrné náklady na kapitál minimální, a tudíž tržní hodnota firmy bude maximální (podle většiny autorů je to někde mezi 40 – 60 % celkové zadluženosti).*

V praktické rovině vykazují optimum finanční struktury následující charakteristické rysy:

- minimalizuje náklady na financování podniku,
- je v souladu s majetkovou strukturou (rizikem a strategií financování),
- je v souladu s výkonností podniku (s tempem růstu tržeb, zisku i CF).

Shrnutí kapitoly

Veškerá aktivita podniku, jeho založení, činnost i případná likvidace je spojená s finančními pohyby v rámci podniku. Rozhodování v otázkách podnikových financí má proto strategický význam pro fungování podniku, jeho konkurenceschopnost a výkonnost. Je proto důležité řídit finanční procesy a operace podniku tak, aby byl podnik schopen efektivně fungovat a měl perspektivu dlouhodobé existence.

V současné době se za hlavní cíl podnikání v tržní ekonomice preferuje snaha o maximalizaci tržní hodnoty podniku, což v podmínkách akciové společnosti představuje maximalizaci tržní ceny akcií. Cílem všech podniků je tedy snaha o jejich dlouhodobou existenci a zajištění dlouhodobého rozvoje podniku, resp. snaha o dlouhodobou prosperitu podniku.

Úkolem finančního řízení podniku je řídit finanční hospodaření podniku. Těžištěm finančního řízení je získávání potřebného množství peněz a kapitálu z různých finančních zdrojů (financování), jejich investování, resp. užití v souladu s cíli firmy, a konečně také rozdělování zisku (v podmínkách akciových společností se jedná o dividendovou politiku). Finanční řízení rovněž poskytuje všem zainteresovaným (vlastníkům, manažerům, pracovníkům, věřitelům, investorům) přehled o finanční situaci a finančních souvislostech hospodaření podniku.

Otázky k zamyšlení

1. Čím se zabývají podnikové finance?
2. Co je hlavním cílem podniku v tržní ekonomice?
3. Jaké další dílčí cíle podniky sledují?
4. Co je úkolem finančního řízení firem?
5. Co představuje majetková struktura firmy a co ji ovlivňuje?
6. Co představuje finanční struktura firmy a co ji ovlivňuje?
7. Co je smyslem optimalizace finanční struktury firmy?

Pojmy k zapamatování

- podnikové finance,
- peněžní prostředky podniku,
- podnikový kapitál,
- finanční zdroje podniku,
- cíle podniku,
- majetková struktura podniku,
- finanční struktura podniku,
- průměrné náklady kapitálu,
- teorie U-křivky.

2 KRÁTKODOBÉ FINANČNÍ ŘÍZENÍ PODNIKU

Cíl kapitoly

Cílem této kapitoly je seznámit studenty s krátkodobým finančním řízením podniku. V rámci krátkodobého finančního řízení podniku jsou přijímána finanční rozhodnutí, která mají dopad na podnik v časovém horizontu jednoho roku. Do krátkodobého finančního řízení podniku patří především řízení oběžného majetku podniku, krátkodobé financování, řízení likvidity a krátkodobé finanční plánování.

Časová zátěž

Tuto kapitolu doporučujeme studovat ve druhém a třetím týdnu semestru v celkovém rozsahu 10 hodin.

2.1 Řízení oběžného majetku podniku

Oběžný majetek je krátkodobou složkou aktiv podniku. Setkáváme se s ním ve všech podnicích, organizačních složkách, bez ohledu na jejich právní formu, velikost a druh činnosti. Tyto okolnosti mají však vliv na výši a strukturu oběžného majetku.

Oběžný majetek tvoří část majetku podniku, který se používá krátkodobě, tj. zpravidla s dobou využitelnosti v horizontu jednoho roku (subjektivně stanoven). V současnosti se vymezuje fakticky nepřímo: za oběžný majetek se považuje celkový majetek podniku, snížený o dlouhodobý majetek podniku. Oběžný majetek si můžeme uvést v této struktuře:

1) zásoby

- a) materiál
- b) nedokončená výroba
- c) výrobky
- d) zvířata
- e) zboží
- f) poskytnuté zálohy na zásoby

2) krátkodobé pohledávky

- a) pohledávky z obchodních vztahů
- b) stát – daňové pohledávky
- c) krátkodobé poskytnuté zálohy
- d) jiné pohledávky

3) krátkodobý finanční majetek

- a) peníze – hotovost, šeky, peníze na cestě, poukázky
- b) účty v bankách
- c) krátkodobé cenné papíry a podíly

4) časové rozlišení

- a) náklady příštích období
- b) příjmy příštích období

Řízení oběžného majetku je činnost zahrnující analýzu, stanovení, udržování optimální výše, struktury a míry využití oběžného majetku v návaznosti na potřeby, možnosti a cíle podniku.

Celková potřeba oběžného majetku:

$$PC = D * V$$

PC = celková potřeba

D = doba obratu OM

V = denní výkony

Celkovou potřebou oběžného majetku rozumíme výši oběžného majetku, která je potřebná pro zajištění předpokládaných výkonů podniku.

Řízení zásob¹³

Řízením zásob rozumíme soubor činností, jejichž účelem je zajistit plynulý, bezchybný chod výroby a prodeje potřebným množstvím zásob v odpovídající struktuře, kvalitě, ve správném čase, na požadovaném místě a při minimálních nákladech spojených se zásobami.

Při řízení zásob se využívá metod, jejichž volba vychází z účelu stanovení zásob (operativní řízení zásob, stanovení zdrojů financování a jejich struktury, optimalizace zásob), charakteru jejich potřeby (k datu, průměrná, resp. trvalá potřeba), informačních podkladů aj.

Tři hlavní rozhodnutí při řízení zásob:

- a) kolik objednat
- b) kdy doobjednat – problém signální úrovně zásob a délky dodacího cyklu
- c) jaký systém řízení zásob použít.

Tato rozhodnutí jsou ovlivněna tím, zda je řešíme v podmínkách:

- jistoty (všechny parametry řízení zásob jsou nám známy)
- nejistoty (všechny parametry řízení zásob nejsou známy)

Metody stanovení potřeby zásob:

Průměrná výše zásob (PZ:)

$$PZ = S * W = \frac{MAX + MIN}{2} \text{ [Kč]}$$

Sprůměrná denní spotřeba (Kč/den)

Wprůměrná doba vázanosti zásob

MINpojistná zásoba

MAXmaximální úroveň hodnoty skladu

¹³ Podrobněji se této problematice věnuje VALACH, J. *Finanční řízení podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 1999, s. 125 - 135.

Spotřeba probíhá postupně, rovnoměrně nebo nerovnoměrně. Výše zásob závisí převážně na těchto faktorech:

- denní spotřeba (celková spotřeba zásob za období/ počet dní sledovaného období),
- délka dodávkových, výrobních a odbytových cyklů,
- průběh spotřeby zásob.

Zásobovací rovnice:

$$KZ = PZ + N - S \quad [\text{Kč}]$$

KZ.....zásoba na konci období

PZ.....výše zásob na začátku období

N.....nákup

S.....spotřeba během období

Pojistnou zásobou rozumíme množství, které má podnik pro zabezpečení plynulého a bezporuchového chodu podniku v případě výkyvů ve spotřebě, v délce dodávkového cyklu, ve velikosti dodávek a ostatních příčin. Nevýhodou pojistných zásob je, že váží část finančních zdrojů ve věcných formách oběžného majetku.

Průměrnou výši zásob lze stanovit i jejich optimalizací, kdy kritériem je minimalizace celkových nákladů na pořízení a udržení zásob. Celkovými náklady rozumíme náklady na pořízení, skladovací náklady, vlastní cenu zásob, náklady nedostatku zásob (ušlý zisk, pokuty a penále, cenová diference materiálových náhrad).

Řízení pohledávek¹⁴

Pohledávky představují nárok podniku vůči jiným subjektům na příjem peněžních prostředků, popř. věcná plnění od těchto subjektů. Pohledávky vznikají v souvislosti s:

- obchodním stykem – dodávky zboží, výrobků, provádění výkonů, služeb, prací, za které odběratel platí s časovým odstupem po jejich uskutečnění. Pohledávky vznikají i jako zálohy nebo při placení předem za dodávky zboží.
- jinými důvody – nároky na dotace, odpočty daní, z půjček zaměstnancům, nároky na úhradu ztrát společníky, nároky na splacení kapitálu společníky aj.

Pro účely finančního řízení je třeba pohledávky rozlišovat. Můžeme je dělit podle místa dlužníka (tuzemské, zahraniční), podle subjektů, podle času (krátkodobé, dlouhodobé), podle rizikovitosti, na pohledávky pravidelné či náhodné aj.

Řízením pohledávek chápeme činnosti podniku směřující k optimálnímu usměrňování pohledávek. Předmětem řízení pohledávek jsou objemy pohledávek a jejich vývoj, struktura pohledávek podle různých kritérií, rentabilita, doba splacení, likvidita, rizika spojená s pohledávkami apod. V řízení pohledávek usilujeme o snížení podnikatelského rizika.

¹⁴ Podrobněji se této problematice věnuje VALACH, J. *Finanční řízení podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 1999, s. 135 - 140.

Základními nástroji řízení pohledávek jsou:

- podmínky prodeje (bonita partnera, slevy, zvýhodnění),
- stanovení výše pohledávek,
- řízení pohledávek z hlediska výnosů a rizika,
- zajištění pohledávek (placení akreditivem, směnky, bankovní akceptace),
- informace o partnerech,
- poskytnutí skonta (sleva v případě zaplacení promptně, nebo v dřívějším termínu).

Řízení peněžních prostředků¹⁵

Peněžními prostředky se rozumí hotovost a prostředky podniku na běžných bankovních účtech. Řadí se k nim i ceniny, šeky, poukázky apod. Podniky drží peněžní prostředky z těchto důvodů:

- zabezpečení běžných plateb (úhrada výdajů a závazků),
- rezervní funkce – chrání podnik pro případ nedostatku peněžních prostředků či ztráty likvidity,
- umožňují podniku příležitostně provést nákup zásob, materiálu či investování – zpravidla za zvýhodněných podmínek.

Řízením peněžních prostředků rozumíme soubor činností směřující k permanentnímu zabezpečení potřebné výše peněžních prostředků, v potřebném místě a čase a při minimálních nákladech spojených se zabezpečením peněžních prostředků.

Sledování úrovně peněžních prostředků vychází ze vztahu:

$$KSP = PSP + PPŘ - PV$$

KSP.....konečný stav peněžních prostředků

PSP.....počáteční stav peněžních prostředků

PPŘ.....peněžní příjmy ve sledovaném období

PV.....peněžní výdaje ve sledovaném období

2.2 Krátkodobé financování

Krátkodobým financováním rozumíme financování oběžného majetku (vybavení oběžným majetkem při vzniku podniku a jeho krytí v průběhu fungování podniku, rozšiřování oběžného majetku podniku, zabezpečení obnovy oběžného majetku) z krátkodobých finančních zdrojů (tzn. se splatností do jednoho roku).

Vzhledem k tomu, že část oběžného majetku je v podniku přítomna trvale, měla by být tato trvalá část oběžného majetku kryta dlouhodobými zdroji. Důvody, proč má část oběžného majetku trvalý charakter, jsou následující:

- oběžný majetek (konkrétně zásoby) se spotřebovává a vrací se podniku v tržbách. Pokud nemá dojít ke snížení výroby, je třeba zásoby neustále obnovovat.

¹⁵ Podrobněji se této problematice věnuje VALACH, J. *Finanční řízení podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 1999, s. 140 - 151.

- jednotlivé fáze výroby probíhají nejen postupně za sebou, ale i současně, proto je také část oběžného majetku firmy současně vázána ve výrobních zásobách, v nedokončené výrobě, v hotových výrobcích, v pohledávkách a část v peněžních prostředcích.
- podniky udržují část oběžného majetku trvale jako rezervu pro případ ekonomických (tržních) a neekonomických rizik.
- příčinou dlouhodobější vázanosti oběžného majetku může být také špatná řídicí činnost vedení podniku apod.

Zdrojem krátkodobého financování jsou:

- a) obchodní úvěry
- b) bankovní úvěry
- c) ostatní formy krátkodobého financování (např. závazky vůči zaměstnancům, výpůjčky od jiných podniků, ...)

Obchodní úvěr

Obchodní úvěr je úvěr, který získává odběratel od dodavatele, a to tak, že za odebrané zboží či služby neplatí hned (popř. předem z poskytnutých záloh), ale až po uplynutí lhůty splatnosti, kterou si mezi sebou dodavatel a odběratel sjednají. Tento úvěr má formu závazku vůči dodavateli, jedná se tedy o krátkodobý nebankovní úvěr. Úvěr se poskytuje ve zboží a splácí se penězi.

Obchodní úvěr je přirozenou formou úvěru. Poskytují jej dodavatelé odběratelům, jejichž činnost na sebe technologicky či jinak navazuje. Obchodní úvěr je tudíž věcně omezen, tzn. že jej nemohou poskytovat libovolní dodavatelé libovolným odběratelům. Také objem obchodního úvěru je logicky omezen využitelným množstvím odebíraného zboží.

Význam obchodního úvěru spočívá v tom, že podporuje odbyt. Odběratel totiž může nakoupit, i když nemá pohotové prostředky k okamžitému uhrazení dodávek. Odebrané zboží splácí většinou z došlých tržeb, čímž se snižuje jeho kapitálová potřeba. Ušetřené zdroje může odběratel využít na jiné účely.

Výhodou obchodního úvěru pro odběratele je, že zpravidla není vyžadováno zajištění úvěru. Pokud zajištění vyžadováno je, má zpravidla formu směnečného závazku, bankovní záruky nebo záruky třetí osobou.

Podstatnou výhodou obchodního úvěru pro odběratele je, že se obchodní úvěry stávají trvalým zdrojem financování podniku. Přestože splatnost jednotlivých úvěrů je krátkodobá (se splatností 14 dní, měsíc, tři měsíce, půl roku a podobně), obchodní úvěry jsou využívány opakovaně a za různými dodavateli, čímž se v podniku ustalují na určité výši, a tím se stávají pro podnik trvalým zdrojem financování.

Obchodní úvěr je výhodný i pro dodavatele. Poskytnutím obchodního úvěru se podporuje jeho odbyt, a dodavatel tak může realizovat více dodávek (má větší tržby), než kdyby vyžadoval promptní placení.

Obchodní úvěr bývá nejčastěji bezúročný, ale to neznamená, že musí být vždy nejlepším a nejlevnějším řešením. Dodavatel může poskytnout odběrateli tzv. skonto (slevu z fakturované částky při dřívějším zaplacení dodávky). Např. při pohledávce splatné za 30 dní může dodavatel poskytnout odběrateli na prvních 5 dní skonto 3%. Pokud odběratel zaplatí za

dodávku v prvních pěti dnech, získá tak slevu z prodejní ceny ve výši 3 % a dodávka zboží se pro něj stává levnější. Výhodou pro dodavatele je, že získá dříve peněžní prostředky (snížené o skonto), které může dále investovat.

Pokud odběratel za dodávku zaplatí mezi 6. a 30. dnem, slevu nezíská. Rozdíl mezi cenou prodejní a cenou po uplatnění skonta je v podstatě úrokem, který platí odběratel za 25 dní z ceny dodávky, přesněji z ceny snížené o skonto. Odpovídající roční úrokovou sazbu z obchodního úvěru vypočteme podle následujícího vzorce:¹⁶

$$p = \frac{s}{z-a} * 360, \quad \text{přesněji: } p_1 = \frac{s}{100-s} * \frac{360}{z-a}$$

kde p ekvivalentní roční úroková sazba v %,

p_1 ekvivalentní roční úroková sazba v % zpřesněná (z ceny dodávky po odečtení skonta),

s sazba skonta v %,

z doba splatnosti úvěru (dny),

a lhůta pro poskytnutí skonta (dny).

Po přepočtu sazby skonta na ekvivalentní roční úrokovou sazbu zjistíme výši nákladů obchodního úvěru. Pokud je ekvivalentní roční úroková sazba obchodního úvěru vyšší než úrokové sazby provozních bankovních úvěrů, pak logicky podnik využije financování bankovním úvěrem a uhradí dodávky v době, kdy mu ještě dodavatel poskytuje skonto.

Využití obchodních úvěrů je závislé na tržním postavení odběratele a dodavatele. Pokud na daném trhu převažuje nabídka, snaží se dodavatel více zvýhodnit své zboží a spíše nabídne skonto nebo poskytne vyšší sazbu skonta, či poskytne delší dobu splatnosti obchodního úvěru. Naopak, pokud bude na trhu převažovat poptávka, dodavatel skonto nenabídne, případně poskytne nižší sazbu skonta, a doba splatnosti obchodního úvěru bude kratší.

S obchodním stykem souvisejí také **zálohy**. Zálohy jsou v podstatě úvěrem, který poskytuje odběratel dodavateli. Dodavatel pak tento úvěr splácí dodávkami. Zálohy jsou poskytovány bezúročně, většinou v několika částkách v závislosti na výrobním cyklu dodavatele. Výše záloh a jejich počet je věcí dohody. Zálohy se poskytují většinou u dodávek s delším výrobním cyklem.

Výhodou pro odběratele je zajištění nákupu, nevýhodou pak je to, že musí mít k dispozici dříve likvidní peněžní prostředky. Výhodou pro dodavatele je zajištění odbytu (prodeje), získává likvidní peněžní prostředky, snižuje se mu potřeba bankovních úvěrů. Odběratel i dodavatel si zálohami snižují riziko (riziko nezajištění nákupu pro odběratele a riziko nedostatečného odbytu pro dodavatele).

Stejně jako v případě poskytnutí obchodního úvěru je i poskytování záloh závislé na postavení dodavatele a odběratele na trhu. Při převaze nabídky se zálohy nejspíš vyskytnou vůbec nebudou.

Bankovní úvěry

Krátkodobé bankovní úvěry jsou úvěry, kde poskytovatelem úvěru a věřitelem je banka, s lhůtou splatnosti do 1 roku. Důvody využívání krátkodobých bankovních úvěrů jsou zpravidla následující:

¹⁶ VALACH, J. *Finanční řízení podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 1999, s. 163.

- přechodné důvody (např. sezónní) - podnik potřebuje dodatečné prostředky pro zajištění zvýšené potřeby oběžného majetku,
- podnik potřebuje dodatečné prostředky na úhradu svých závazků vůči jiným podnikům.

V souvislosti s těmito důvody hovoříme o tzv. provozním financování. Produkty provozního financování mohou mít formu:

- kontokorentního úvěru,
- povoleného debetu na běžném účtu,
- směnečných úvěrů,
- účelového úvěru
- lombardního úvěru.

Kontokorentní úvěr

Kontokorentní úvěr je úvěr poskytovaný na běžném, respektive kontokorentním účtu klienta. Klient čerpá úvěr zcela automaticky tím, že zůstatek účtu přechází do debetu a klient tak může platit ze svého účtu i v případě, kdy na něm nemá dostatečné prostředky. Plynule tak přechází z kreditního do debetního zůstatku. Maximální výše kontokorentního úvěru je dána dohodnutým úvěrovým rámcem, který určuje maximálně přípustný debet na kontokorentním účtu.¹⁷

Klient může využít kontokorentního úvěru za účelem financování:

- *přechodného nedostatku finančních prostředků*, způsobeného nesouladem ve splatnosti pohledávek a závazků. Sjednáním úvěru si klient zajišťuje stálou platební schopnost.
- *sezónní potřeby oběžného majetku*. Klient se může při svém hospodaření setkat se sezónními výkyvy např. v zemědělství jsou na jaře nutné větší investice do osiv, hnojiv apod., přičemž platby za produkty přicházejí až po sklizni. V tomto případě je charakter kontokorentního úvěru mírně odlišný. Klient si s bankou sjednává:
 - maximální sezónní potřebu úvěru,
 - období, v němž má dojít k postupnému čerpání úvěrového rámce,
 - termíny, ve kterých bude docházet ke splácení a snižování úvěrového rámce.
- *ostatních krátkodobých potřeb*, k nimž může docházet v hospodaření podniku i mimo sezónní výkyvy (např. větší než obvyklá zakázka na výrobu a s tím spojená potřeba větší zásoba materiálu, koupě zboží za výhodnou cenu ve větším než obvyklém množství apod.). Kontokorentní úvěr v těchto případech klientovi zabezpečuje jeho likviditu. Klient nemusí žádat své dodavatele o obchodní úvěry a nemusí omezovat obchodní úvěry svým odběratelům.
- *krátkodobých investičních výdajů* jako tzv. meziúvěr. Jde o případy, kdy je bankou přislíben střednědobý či dlouhodobý úvěr, který však bude z různých důvodů (formálních) čerpán později, avšak finanční potřeby klienta již vznikají (např.

¹⁷ POLIDAR V. *Management bank a bankovních obchodů*. II. upravené vyd. Praha: Ekopress, 1999. s. 119.

investiční dodavatelé začínají účtovat provedené práce a dodávky). Kontokorentní úvěr v tomto případě vystupuje jako specifická forma překlenovacího úvěru.

Splatnost kontokorentního úvěru je krátkodobá do 1 roku, což vyplývá z účelu použití úvěru. Vzhledem k tomu, že banka s dobrými klienty úvěr každoročně prolonguje, může mít úvěrový vztah středně až dlouhodobý charakter.¹⁸

Pro klienta je velkou výhodou kontokorentního úvěru možnost čerpat úvěr kdykoliv podle své momentální potřeby a platit úroky pouze z aktuálního stavu úvěru. Je však relativně drahým úvěrem. Úroková sazba u kontokorentního úvěru je vyšší než u ostatních provozních úvěrů. Banka tím řeší možné riziko z nevyužití úvěrových zdrojů v případě nečerpání úvěru a tím i vyšší nároky na řízení své likvidity. Všeobecně je kontokorentní úvěr nejdražším ze všech krátkodobých úvěrů banky.¹⁹

Povolený debet

Povolený debet je forma krátkodobého kontokorentního úvěru na běžném účtu klienta. Jeho výhodou je především to, že i začínajícím malým podnikům umožňuje financování jejich provozních potřeb pouze na základě obratu prostředků na jejich účtu. Využívá se v případě, kdy není možné zhodnotit finanční situaci klienta na základě daňového přiznání klienta a slouží pouze ke krátkodobým výkyvům v likviditě klienta, případně jako finanční rezerva. Na jedné straně je možné získat tento produkt velmi rychle, bez předkládání výkazů a provádění analýz, na druhé straně je ovšem velmi drahý. Úroková sazba je stanovena jako pevná. Úroky jsou hrazeny měsíčně. Vzhledem k vysoké úrokové sazbě je vyžadováno zajištění tohoto produktu pouze bianko směnkou.

Směnečné úvěry

Směnky se staly předmětem obchodů mezi bankami na peněžních trzích, jsou vystavovány při poskytování finančních půjček mezi nejrůznějšími právními i fyzickými subjekty. Velmi rozšířené je využívání směnek jako zajišťovacího prostředku. Směnky mají proto také významné zastoupení u většiny bankovních úvěrů a výsadní postavení u směnečných úvěrů.²⁰

U směnečných úvěrů rozlišujeme dva základní druhy úvěrů, kterými jsou eskontní úvěr a akceptační úvěr. Od obou forem lze odvodit jejich modifikace v mezinárodním obchodním styku, a to negociační úvěr a remboursní úvěr.

Eskontní úvěr

V případě, že odběratelé požadují delší lhůty pro placení a nabízejí akceptaci směnky cizí nebo vystavení směnky vlastní, mohou využít eskontní úvěr a tím financovat část pohledávek plynoucích z obchodních vztahů, urychlit obrat peněz a vyhnout se nutnosti přijmout dražší obchodní úvěr od dodavatelů. Eskont směnek je krátkodobý úvěr, který je používán k financování oběžného majetku, např. zásob.²¹ Banka jej poskytuje prostřednictvím odkupu

¹⁸ POLIDAR V. *Management bank a bankovních obchodů*. II. upravené vyd. Praha: Ekopress, 1999. s. 117 – 120.

¹⁹ REVENDA Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 4. vyd. Praha: Management Press, 2005. s. 132 - 133.

²⁰ POLIDAR V. *Management bank a bankovních obchodů*. II. upravené vyd. Praha: Ekopress, 1999. s. 122 - 132.

²¹ REVENDA Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 4. vyd. Praha: Management Press, 2005. s. 135.

směnky (eskontu) bankou před její splatností, přičemž si sráží úrok (diskont) za dobu od eskontu do dne splatnosti směnky.

Banka poskytuje subjektu, který na ni eskontoval směnku, eskontní úvěr, jehož výše je určena směnečnou částkou a doba splatnosti splatností směnky. Úvěr je splacen v den splatnosti směnečníkem, což je specifický rys eskontního úvěru. Při normálním průběhu (směnečník v řádné době proplatí směnku) nesplácí úvěr jeho příjemce, ale třetí osoba – směnečník.

Banky dávají při eskontu přednost obchodním směnkám. Důvod spočívá v předpokládaném zajištění eskontního úvěru formou zboží a dále v tom, že směnky již obsahují 2 podpisy (výstavce nebo směnečníka a majitele).²²

Eskontní úvěr je poskytován:

- *jednorázově* – v tomto případě klient předloží bance spolu se směnkami zvláštní seznam směnek, o jejichž eskont žádá.
- *opakovaně* – v tomto případě banka sjedná s klientem úvěrový rámec (limit) eskontního úvěru, do jehož výše bude eskontovat směnky tak, jak je bude klient bance postupně předkládat. Pokud klient vyčerpá dohodnutý úvěrový rámec, je třeba počkat na splacení dříve eskontovaných směnek. Jakmile se limit uvolní, banka může eskontovat další předložené směnky.

Negociační úvěr

Odběratel (dovozce) prostřednictvím negociačního úvěru zprostředkovává zahraničnímu dodavateli (vývozci) eskont směnky. Tímto si v podstatě sjednává obchodní úvěr u vývozce. Negociační úvěr vzniká přizpůsobením eskontního úvěru pro zahraničně obchodní operaci.²³

Akceptační úvěr

Při poskytnutí akceptačního úvěru akceptuje banka od svého klienta na ni vystavenou cizí směnku s podmínkou, že klient musí složit prostředky k pokrytí závazku u banky ještě před splatností směnky.

Z hlediska prodávajícího spočívají výhody akceptačního úvěru zejména v tom, že si tímto způsobem zajišťuje řádné a včasné zaplacení směnky, kterou mu zaplatil kupující. Směnka akceptovaná solidní bankou je mnohem jistější než směnka akceptovaná pouze kupujícím.

Banka se akceptací směnky stává hlavním směnečným dlužníkem a je tedy (bez ohledu na to, zda jí klient složí či nesloží prostředky k pokrytí závazku) povinna v den splatnosti směnku proplatit.

V praxi se akceptační úvěr příliš nevyužívá. Banky místo poskytnutí akceptu upřednostňují různé formy platebních bankovních záruk.

Ramboursní úvěr

Ramboursní úvěr je formou akceptačního úvěru přizpůsobeného zahraničně obchodní operaci. Vzniká tím, že banka (ramboursní banka) na žádost dovozce akceptuje směnku, kterou na ni

²² REVENDA Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 4. vyd. Praha: Management Press, 2005. s. 132 - 135.

²³ POLIDAR V. *Management bank a bankovních obchodů*. II. upravené vyd. Praha: Ekopress, 1999. s. 132 - 135.

vystaví vývozce. Akcept směnky se uskuteční proti předání dokumentů spojených s obchodní operací.²⁴

Avalový úvěr

Posledním typem směnečných úvěrů je avalový úvěr. U tohoto úvěru se banka avalem směnky zavazuje zaplatit za svého klienta jeho závazek ze směnky, pokud tak neučiní on sám. Banka tedy neposkytuje klientovi peníze, ani za něj nepřebírá závazek, stává se vedlejším směnečným dlužníkem (klientovým ručitelem).

Účelový úvěr

Podniky, které rozvíjejí svoji výrobní a obchodní činnost, se mohou ocitnout v situaci, že tvorba jejich vlastních finančních zdrojů zaostává za potřebami zvětšování oběžného majetku (zásob, zboží, pohledávek aj.), nebo tyto podniky využívají vytvořené zisky především na investiční účely (investice do hmotného či nehmotného majetku) a vzniká jim tak deficit vlastních zdrojů na financování oběžného majetku. V těchto případech využívají podniky tzv. účelové úvěry.

Jedná se o krátkodobé či střednědobé úvěry, které slouží zejména k překlenutí přechodného nedostatku finančních prostředků, k financování pohledávek z obchodního styku, zásob nebo provozních potřeb (v určitých případech v kombinaci s investicemi).

Pro financování nesouladu ve splatnostech pohledávek a závazků, pro financování jednorázové vyšší potřeby zásob apod. lze použít ***úvěr za účelem překlenutí nedostatku finančních prostředků***. Úvěr je čerpán obvykle jednorázově, a to buď účelově přímo k platbě, nebo převodem na běžný účet podniku.

Úvěr na oběžné prostředky mohou podniky využít pro financování zvýšení objemu oběžného majetku avšak maximálně do předpokládané výše oběžných prostředků klienta.

Účelový úvěr je velmi často využíván jako ***revolvingový*** a je určen k financování tuzemských pohledávek do obvyklé lhůty splatnosti. Revolvingový úvěr umožňuje opakovaně navyšovat nečerpanou část úvěru o provedené splátky. Jedná se o alternativu kontokorentního úvěru.

V některých případech mohou podniky využít financování investičních a provozních potřeb v rámci jednoho úvěru - ***úvěru na provozní a investiční potřeby***. Jedná se o situace, kdy podnik potřebuje financovat menší investici a zároveň např. jednorázově navýšit stav zásob. Úvěr se poskytuje maximálně do předpokládané výše úvěrovaných potřeb, u investiční části do výše smluvní ceny. Tento úvěr se používá přímo k uhrazení potřeb podniku.

Účelové úvěry patří k nejrozšířenějším druhům krátkodobých bankovních úvěrů vedle kontokorentních úvěrů. V odborné literatuře se můžete pro jejich označení setkat také s výrazem krátkodobá bankovní půjčka.

Lombardní úvěr

Lombardní úvěr je krátkodobý bankovní úvěr, který je zajištěný zástavou k movité věci. Zástavou mohou být cenné papíry, zboží, pohledávky, drahé kovy a podobně. Banky vyžadují movitou zástavu většinou u nových klientů, příp. u klientů se sníženou úvěruschopností. Podnik nemusí předat zástavu bance fyzicky, ale banka má v případě nesplácení úvěru

²⁴ POLIDAR V. *Management bank a bankovních obchodů*. II. upravené vyd. Praha: Ekopress, 1999. s. 141.

dispoziční právo k zástavě. Podnik je povinen udržovat zástavu na sjednané úrovni a v potřebné kvalitě. Úvěr se neposkytuje do plné výše hodnoty zástavy, ale jen do určité výše. Banky se tak chrání před případným poklesem tržní ceny dané zástavy. Úvěr se poskytuje ve sjednané částce a úročí se celý bez ohledu na to, kolik z úvěrových prostředků podnik vyčerpá.

Bankovní záruky

Pokud podniky uzavírají obchodní transakce s novými partnery, nebo sjednávají obchodní transakce ve vyšším než obvyklém objemu, mohou si obchodní riziko (např. zaplacení, kvalitu provedené služby apod.) snížit formou bankovní záruky. Bankovní záruka vzniká písemným prohlášením banky v záruční listině, že uspokojí věřitele do určité výše finanční částky, jestliže dlužník nesplní závazek nebo nebudou splněny jiné podmínky stanovené v záruční listině. Jde o univerzální instrument k zajištění obchodů použitelný na celém světě.

V praxi se vyskytuje celá řada typů bankovních záruk. Můžeme je rozdělit na:

- **bankovní záruky platební**, které garantují zaplacení určitého závazku např. zaplacení daňového dokladu (faktury), bankovní záruky za zaplacení leasingových splátek, za zaplacení finančního úvěru apod.
- **bankovní záruky neplatební**, které zajišťují určité části obchodní transakce:
 - záruka za předloženou nabídku (tender bond, bid bond),
 - záruka za vrácení akontace (advance payment guarantee),
 - za náležitě provedení smlouvy či kontraktu (performance bond),
 - za vrácení zádržného (retention bond),
 - za záruční dobu (warranty bond).
- **celní bankovní záruky** představují záruku za uhrazení cla a dalších poplatků.

Výhodou pro příjemce bankovní záruky je jistota získání finančních prostředků nebo kvalitní zajištění obchodního vztahu v případě, že obchodní partner nesplní svůj závazek. Pokud byla vydána platební záruka za pohledávku s odloženou splatností, může klient okamžitě získat finanční prostředky prostřednictvím odkupu pohledávky bankou. Díky bankovní záruce může klient dosáhnout výhodnějších podmínek kontraktu, protože obchodnímu partnerovi poskytne kvalitní zajišťovací instrument. Např. získat odklad splatnosti závazku, možnost až nulové akontace či nulového zádržného proti předložení bankovní záruky.

Vzhledem k tomu, že banka poskytnutím bankovní záruky vstupuje do závazku, požaduje po svých klientech zajištění. Banky akceptují všechny formy zajištění jako nemovitost, movité věci, ale také vklady na termínovaných účtech. V současnosti bývají tyto produkty zahrnuty do tzv. úvěrového rámce, kde je stanoven limit financování klienta a dohodnuté zajištění pro jednotlivé produkty. Poskytnutí bankovní záruky je potom velmi rychlou záležitostí vzhledem k tomu, že zajištění je již dohodnuté na celý rámec schváleného financování.

Bankovní záruka představuje závazek banky a ne reálnou půjčku finančních prostředků. Klient proto neplatí žádné úroky. Odměnou za poskytnutí této služby je poplatek stanovený bankou, obvykle ve výši desetin procenta podle výše bankovní záruky, podle doby, na kterou se banka za klienta zavazuje a podle bonity klienta.

Ostatní formy krátkodobého financování

Mezi ostatní krátkodobé zdroje financování patří krátkodobé nebankovní úvěry (čili závazky). Patří sem např. závazky vůči zaměstnancům z mezd, závazky vůči státnímu rozpočtu (daňová povinnost), závazky z plateb pojistného sociálního a zdravotního pojištění (vůči státnímu rozpočtu a vůči pojišťovnám), výpůjčky od jiných podniků, závazky vůči společníkům (výplata podílů na hospodářském výsledku), závazky vůči akcionářům (výplata dividend), závazky z emise krátkodobých cenných papírů, přijaté zálohy, závazky k náhradě škod různým subjektům atd.

Závazky, které mají pravidelné termíny úhrady (pravidelné platby) jako např. závazky z nevyplacených mezd, závazky z plateb pojistného sociálního a zdravotního pojištění apod., jsou pro podnik zdrojem od doby jejich vzniku až do doby jejich úhrady. Protože se tyto platby pravidelně opakují, zdroje se obnovují a ustalují se na určité trvalé výši. Objem takových krátkodobých závazků se tak pro podniky stává v podstatě dlouhodobým zdrojem.

Alternativním zdrojem krátkodobého financování je faktoring pohledávek.

Faktoring

V případě, že klient dodává zboží, či služby stálým odběratelům, kteří žádají odloženou splatnost, může k financování provozních potřeb využít faktoringu. Faktoring zahrnuje financování, záruku proti platební neschopnosti či nevěli odběratelů a také inkaso a správu krátkodobých pohledávek s odloženou splatností nejčastěji do 90 dnů, které vznikly na základě dodávek zboží či služeb na nezajištěný obchodní úvěr. Financování pohledávek provádí specializovaná faktoringová společnost buď s možností zpětného postihu dodavatele v případě, že odběratel nezaplatí (tzv. regres nebo-li nepravý faktoring) nebo bez zpětného postihu na dodavatele (tzv. bezregresní nebo-li pravý faktoring). Pokud se podnik rozhodne využít faktoring u některého ze svých odběratelů je nutné na faktoringovou společnost postupovat všechny pohledávky za tímto odběratelem, ovšem ne všechny pohledávky si klient musí nechat proplatit faktoringovou společností. Faktoringová společnost vymezuje klientovi úvěrový rámec a faktoring tak funguje jako kontokorentní úvěr. Předmětem odkupu mohou být pohledávky, které musí splňovat následující podmínky:

- doba splatnosti pohledávek je nejčastěji do 90, maximálně však 120 dní,
- pohledávka vznikla na základě obchodního nezajištěného úvěru,
- s pohledávkou nesmí být spojena žádná práva třetích osob (např. možnost vzájemného zápočtu pohledávek),
- musí existovat možnost postoupení (cese) pohledávky,
- pohledávka je za subjektem s akceptovatelnou bonitou pro faktoringovou společnost, u zahraničního faktoringu musí být navíc přijatelná země.²⁵

Využití faktoringu zlepšuje cash-flow podniku a urychluje inkaso pohledávek. Dodavatel se zároveň zbavuje nutnosti prověřovat si bonitu odběratele, administrativy spojené s vedením saldokonta, případného upomínání a vymáhání pohledávek.

Faktoring zvyšuje konkurenceschopnost tím, že podnik může svým odběratelům nabídnout odloženou splatnost. Při odkupu pohledávky vyplatí faktor dodavateli 80 – 90% pohledávky. Zbývající část je doplacena po splatnosti pohledávky a zúčtování provize faktoringové

²⁵ REVENDA Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 4. vyd. Praha: Management Press, 2005. s. 140 – 142.

společnosti. Náklady faktoringu se skládají z faktoringové provize, zahrnující rizikovou složku z převzetí úvěrového rizika, náklady spojené se zpracováním faktoringu a úrok, který přibližně odpovídá úrokovým sazbám krátkodobých bankovních úvěrů. Část nákladů spojených s faktoringem si klient může zahrnout do ceny, protože odběrateli vlastně poskytuje obchodní úvěr.²⁶

Shrnutí kapitoly

V rámci krátkodobého finančního řízení podniku jsou přijímána finanční rozhodnutí, která mají dopad na podnik v časovém horizontu jednoho roku. Do krátkodobého finančního řízení podniku patří především řízení oběžného majetku podniku, krátkodobé financování, řízení likvidity a krátkodobé finanční plánování.

Oběžný majetek je krátkodobou složkou aktiv podniku. Setkáváme se s ním ve všech podnicích, organizačních složkách, bez ohledu na jejich právní formu, velikost a druh činnosti. Oběžný majetek tvoří část majetku podniku, který se používá krátkodobě, tj. zpravidla s dobou využitelnosti v horizontu jednoho roku (subjektivně stanoveno).

Řízení oběžného majetku je činnost zahrnující analýzu, stanovení, udržování optimální výše, struktury a míry využití oběžného majetku v návaznosti na potřeby, možnosti a cíle podniku.

Krátkodobým financováním rozumíme financování oběžného majetku (vybavení oběžným majetkem při vzniku podniku a jeho krytí v průběhu fungování podniku, rozšiřování oběžného majetku podniku, zabezpečení obnovy oběžného majetku) z krátkodobých finančních zdrojů (tzn. se splatností do jednoho roku).

Otázky k zamyšlení

1. Co zahrnuje krátkodobé finanční řízení podniku?
2. Co představuje oběžný majetek podniku?
3. V čem spočívá řízení oběžného majetku podniku a jeho jednotlivých složek?
4. Definujte krátkodobé financování podniku.
5. Vyjmenujte hlavní zdroje krátkodobého financování.
6. Vysvětlete podstatu obchodního úvěru a uveďte jeho výhody.
7. Jaké jsou hlavní druhy krátkodobých bankovních úvěrů využívané při provozním financování?
8. Vysvětlete podstatu faktoringu.

Pojmy k zapamatování

- krátkodobé finanční řízení,
- oběžný majetek,
- krátkodobé financování,
- obchodní úvěr,
- skonto,
- provozní financování,
- kontokorentní úvěr,
- směnečné úvěry,
- eskontní úvěr,
- negociační úvěr,

²⁶ REVENDA Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 4. vyd. Praha: Management Press, 2005. s. 140 – 142.

- akceptační úvěr,
- ramboursní úvěr,
- avalový úvěr,
- účelový úvěr,
- revolvingový úvěr,
- lombardní úvěr,
- bankovní záruky,
- faktoring,
- regrese.

3 ČASOVÁ HODNOTA PENĚZ

Cíl kapitoly

Po nastudování následující kapitoly pochopíte funkci úrokové míry v ekonomice, poznáte rozdíly mezi jednotlivými úrokovými sazbami. Budete umět vysvětlit podstatu fungování mezibankovních úrokových sazeb a reálné úrokové míry. Po nastudování kapitoly budete rozumět jednoduchému a složenému úročení a poznáte pojem „efektivní úroková míra“. Dále se seznámíte se současnou a budoucí hodnotou anuity.

Časová zátěž

Prostudování této kapitoly věnujte čtvrtý týden výuky v celkovém rozsahu 12 hodin.

3.1 Úrokové míry v ekonomice²⁷

Finanční rozhodování všech ekonomických subjektů, zejména rozhodování dlouhodobého charakteru, je ovlivněno časem. Peněžní prostředky, které máme k dispozici okamžitě, nejsou ekvivalentní se stejnými peněžními prostředky, které získáme v budoucnosti. Peníze, kterými disponujeme v současnosti, mají pro nás větší hodnotu, než tytéž peníze, získané v budoucnosti. Je tomu tak proto, že současné peněžní prostředky můžeme finančně investovat a získat tak úrokové nebo jiné výnosy. Proto je třeba při finančním rozhodování respektovat faktor času.

Úrok je z kvantitativního hlediska rozdílem mezi vypůjčenou a vrácenou částkou kapitálu.

Úročení je způsob započítávání úroků k výši zapůjčeného kapitálu.

Úroková míra je podíl odměny za zapůjčení kapitálu k celkové výši zapůjčeného kapitálu.

Úroková sazba je konkrétní úroková míra pro určitou operaci.

Úroková míra závisí na celé řadě faktorů. K nejdůležitějším můžeme zařadit:

- úrokovou sazbu centrální banky,
- mezibankovní úrokovou míru,
- strategii banky,
- riziko půjčky,
- dobu splatnosti půjčky,
- objem zapůjčeného kapitálu,
- daňovou politiku státu.

Mezibankovní úroková míra představuje úrokovou sazbu, kterou používají obchodní banky při obchodování mezi sebou navzájem.

Strategie banky ovlivňuje především výši požadované úrokové marže, což je rozdíl mezi úrokovou sazbou z poskytnutých úvěrů a sazbou, kterou se úročí vklady klientů a bankou čerpané úvěry.

Riziko půjčky rovněž podstatně ovlivňuje výši úrokové sazby. Úroková míra zpravidla roste s rostoucím rizikem půjčky. To je také důvodem, proč státní cenné papíry přinášejí nižší úrok

²⁷ upraveno podle SVOBODA, M. a kol. *Základy financí*. Brno: Masarykova univerzita, 2009, s. 51 - 54.

než je například výnos z akcií malých společností. Obecně totiž platí, že státy jsou považovány za nejbezpečnější dlužníky.

Doba splatnosti půjčky představuje přímo úměrný vztah s výší úrokové sazby. S rostoucí dobou splatnosti úroková míra většinou roste, neboť banka se snaží zohlednit větší odměnou delší dobu, po kterou má peněžní prostředky k dispozici. Toto tvrzení ovšem neplatí zcela jednoznačně.

Výše zapůjčeného kapitálu má opět přímo úměrný vliv na výši úrokové míry. S růstem objemu zapůjčeného kapitálu roste úroková míra.

Daňová politika má vliv na čistý výnos a čisté náklady úvěrů, tedy ceny po zdanění. Příjmy z kapitálového majetku jsou většinou zdaňovány srážkovou daní u zdroje a to ve výši:

- 0 % pro výnosy z několika vybraných finančních instrumentů (např. stavební spoření, státní dluhopisy, hypoteční zástavní listy atd.).
- 15 % pro výnosy z většiny kapitálového majetku (např. bankovní depozita, dluhopisy, akcie).

Úroky z úvěrů jsou zdanitelnou položkou pro věřitele a u některých úvěrů, např. u stavebního spoření a hypotečních úvěrů jsou daňově odčitatelnou položkou.

Reálná úroková míra

Při finančním rozhodování je nutné mít na paměti také inflaci, která je součástí ekonomického prostředí a ovlivňuje budoucí hodnotu investice. Inflací rozumíme znehodnocování peněz v důsledku růstu cen, příp. cenové hladiny.

Inflace výrazně ovlivňuje míru výnosu z podnikatelské i investiční činnosti. Z tohoto důvodu je potřeba rozlišovat mezi nominální úrokovou mírou (i_{nom}) a reálnou úrokovou mírou (i_{real}).

$$i_{real} = \frac{i_{nom} - i_{infl}}{1 + i_{infl}},$$

kde i_{real} ... reálná úroková míra,

i_{nom} ... nominální úroková míra,

i_{infl} ... míra inflace.

Poznámka: pro nízké míry inflace je možné zjednodušení, podle kterého $i_{real} \approx i_{nom} - i_{infl}$

Fisherova rovnice

Reálná úroková míra je definována prostřednictvím Fisherovy rovnice. Irving Fisher patřil k předním monetárním ekonomům první poloviny 20. století²⁸. Fisherova rovnice říká, že nominální úroková míra i je rovna reálné úrokové míře i_r po přičtení očekávané míry inflace π^e .²⁹

Základní tvar Fisherovy rovnice je tedy: $i = i_r + \pi^e$.

²⁸ MISHKIN, F. S.; EAKINS, S. G. *Financial markets and institutions*. 6th ed. Boston: Pearson Prentice Hall, 2009, s. 53.

²⁹ Jedná se o určité zjednodušení, přesné vyjádření Fisherovy rovnice je $i = i_r + \pi^e + (i_r \cdot \pi^e)$.

Úpravou pak lze získat výši reálné úrokové míry: $i_r = i - \pi^e$.

3.2 Jednoduché úročení

Při jednoduchém úročení se úroky k původnímu kapitálu nepřidávají a dále se neúročí. To znamená, že výpočet úroků vychází stále ze stejného základu. Toto jednoduché úročení se používá nejčastěji v situaci, kdy doba půjčky (vkladu, investice, úvěru) není delší než jeden rok.

Jednoduchý úrok vypočítáme:

$$u = P \cdot i \cdot t,$$

kde u ...představuje jednoduchý úrok,

P ...je základ (kapitál, jistina),

i ...roční úroková sazba vyjádřená jako desetinné číslo,

t ...je doba půjčky vyjádřená v letech

Diskont

V případě krátkodobé půjčky nebo například při transakcích s cennými papíry (směnkami nebo např. depozitními certifikáty) je cena krátkodobé půjčky v praxi založena nikoli na základu P tak, jak jsme používali v případě jednoduchého úročení, ale na splatné částce P_n . V takovém případě nehovoříme o úroku, ale o diskontu.

Diskont vypočítáme:

$$D = P_n \cdot i_d \cdot t,$$

kde D ... je diskont,

P_n ...je splatná částka / budoucí hodnota kapitálu,

i_d ...je roční diskontní sazba vyjádřená desetinným místem,

t ...je doba půjčky vyjádřena v letech.

3.3 Složené úročení³⁰

Na rozdíl od jednoduchého úročení, kdy se nemění základ, ze kterého se úrok počítá, se v případě složeného úročení úroky přidávají k původnímu kapitálu a počítají se tzv. úroky z úroků. Pro složené úročení je tedy typické zrychlující se narůstání základu, který může být vyjádřen exponenciální funkcí:

Období	0	1	2	3	n
P_n	P	$P \cdot (1+i)$	$P \cdot (1+i)^2$	$P \cdot (1+i)^3$	$P \cdot (1+i)^n$

Budoucí hodnota kapitálu je rovna:

³⁰ upraveno podle SVOBODA, M. a kol. *Základy financí*. Brno: Masarykova univerzita, 2009, s. 58 - 60.

$$P_n = P \cdot (1 + i)^n,$$

kde $P_n \dots$ je budoucí hodnota kapitálu / splatná částka,

$P \dots$ základ (úročný kapitál) / jistina,

$i \dots$ roční úroková míra vyjádřená desetinným číslem,

$n \dots$ počet období úročení.

Výraz $(1 + i)^n$ je úročitel neboli akumulční faktor, který říká, kolikrát se zvýší počáteční vklad při dané úrokové míře za n let.

Základ při *složeném odúročení* neboli složeném diskontování:

Období	0	1	2	3	n
P	P_n	$P_n \cdot (1 + i)^{-1}$	$P_n \cdot (1 + i)^{-2}$	$P_n \cdot (1 + i)^{-3}$	$P_n \cdot (1 + i)^{-n}$

Tedy:

$$P = \frac{P_n}{(1 + i)^n} = P_n \cdot (1 + i)^{-n}.$$

Výraz $\frac{1}{(1 + i)^n}$, neboli $(1 + i)^{-n}$ je *odúročitel* neboli *diskontní faktor*, který říká kolikrát menší

bude z hlediska současné hodnoty peněžní částka, kterou získáme na konci n -tého roku při dané úrokové míře.

Výši úrokové míry při složeném úročení pak zjistíme ze vztahu:

$$i = \left(\frac{P_n}{P} \right)^{1/n} - 1.$$

Efektivní úroková míra (roční)

Efektivní úroková míra stanovuje, jak velká roční nominální úroková míra při ročním skládání odpovídá roční nominální úrokové míře při denním, měsíčním či jiném skládání.

Při porovnání úrokových měr s různým skládáním úroků využíváme vztah:

$$i_{\text{efekt}} = \left(1 + \frac{i}{m} \right)^m - 1,$$

kde $i_{\text{efekt}} \dots$ roční efektivní úroková míra,

$i \dots$ roční nominální úroková míra,

$m \dots$ četnost skládání úroků.

3.4 Současná a budoucí hodnota anuity

Ve finanční praxi je běžné, že po určitou dobu probíhá v pravidelných časových intervalech řada plateb. Výše těchto plateb zůstává nominálně stejná, případně se mění podle určitého

schématu. V takovém případě hovoříme o anuitních platbách (důchodu, anuitě), které mohou mít formu například pravidelného měsíčního splácení úvěru nebo ročního příjmu dividend plynoucích z vlastnictví akcií.

Současná hodnota polhůtní anuity, kdy se platba provádí vždy na konci výplatního období:

$$PVA = P \cdot \frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i} \text{ resp.}$$

$$P = PVA \cdot \frac{i}{1 - (1 + i)^{-n}},$$

kde PVA ... současná hodnota anuity,

P ... výše anuitní platby,

n ... počet období,

i ... úroková míra.

Současná hodnota předhůtní anuity, kdy platba se provádí vždy na počátku výplatního období:

$$PVA = P \cdot \frac{1 - (1 + i)^{-n}}{i} \cdot (1 + i) \text{ resp.}$$

$$P = PVA \cdot \frac{i}{1 - (1 + i)^{-n}} \cdot \frac{1}{(1 + i)},$$

kde jednotlivé veličiny jsou shodné jako v předchozím příkladě.

Budoucí hodnota polhůtní anuity:

$$FVA = P \cdot \frac{(1 + i)^n - 1}{i}, \text{ resp.}$$

$$P = FVA \cdot \frac{i}{(1 + i)^n - 1},$$

kde FVA ... budoucí hodnota anuity,

P ... výše anuitní platby,

n ... počet období a

i ... úroková míra.

Budoucí hodnota předhůtní anuity:

$$FVA = P \cdot \frac{(1 + i)^n - 1}{i} \cdot (1 + i) \text{ resp.}$$

$$P = FVA \cdot \frac{i}{(1 + i)^n - 1} \cdot \frac{1}{1 + i},$$

kde jednotlivé proměnné jsou shodné jako předchozím příkladě.

Shrnutí kapitoly

Finanční rozhodování ekonomických subjektů, zejména dlouhodobého charakteru, je ovlivněno časem. Peněžní prostředky, které máme k dispozici v daném okamžiku, nemohou být ekvivalentní s peněžními prostředky, které budeme mít k dispozici v budoucnosti.

Úrok, z hlediska věřitele, představuje odměnu za dočasné poskytnutí peněz jinému subjektu, z hlediska dlužníka, představuje cenu za získání úvěru.

Při finančním rozhodování je nutné mít na paměti také inflaci, která je součástí ekonomického prostředí a ovlivňuje budoucí hodnotu investice. Inflaci rozumíme znehodnocování peněz v důsledku růstu cen, příp. cenové hladiny.

Otázky k zamyšlení

1. Co je to úrok?
2. Vysvětlete pojem úročení.
3. Co je to úroková míra?
4. Co je to úroková sazba?
5. Jaký je rozdíl mezi jednoduchým a složeným úročením?
6. Vysvětlete pojem efektivní úroková míra.

Pojmy k zapamatování

- úrok,
- úroková míra,
- úroková sazba,
- reálná úroková míra,
- Fischerova rovnice,
- jednoduché úročení,
- diskont,
- složené úročení,
- efektivní úroková míra,
- anuita.

4 INVESTIČNÍ ROZHODOVÁNÍ A HODNOCENÍ INVESTIČNÍCH PROJEKTŮ

Cíl kapitoly

V této kapitole se studenti seznámí s principy investičního rozhodování podniků, které patří do oblasti dlouhodobého finančního řízení firem. Věnovat se budeme také sestavení očekávaného cash-flow z investic a jednotlivým metodám hodnocení investičních projektů.

Časová zátěž

Tuto kapitolu doporučujeme studovat v pátém a šestém týdnu semestru v celkovém rozsahu 16 hodin.

4.1 Dlouhodobé finanční řízení podniku

Dlouhodobým finančním řízením podniku rozumíme taková finanční rozhodnutí, která mají dopad na podnik v horizontu delším, než jeden rok. Mezi taková rozhodnutí patří právě investiční rozhodování firem, kterým se budeme zabývat v této kapitole. Do oblasti dlouhodobého finančního řízení patří dále dlouhodobé financování podniku, dividendová politika podniku a dlouhodobé finanční plánování.

4.2 Investiční rozhodování podniku

Z hlediska podnikových financí se pojem *investice* definuje jako rozsáhlejší peněžní výdaj, u něhož se očekává jeho přeměna na budoucí peněžní nebo jiné hodnoty během delšího časového období.³¹ Takovéto výdaje firem nazýváme kapitálovými výdaji podniků. V současné době můžeme v České republice na základě ustálené praxe a s odkazem na vyhlášku č. 500/2002 Sb. považovat za investici jakýkoliv kapitálový výdaj, jenž je realizován s výhledem na období delší než jeden rok.

Z hlediska účetnictví rozlišujeme tři základní skupiny investic:³²

- *finanční* – nákup dlouhodobých cenných papírů, vklady do investičních společností, dlouhodobé půjčky atd.
- *hmotné* – výstavba nových výrobních kapacit podniku, pořízení pozemků a budov, nákup výrobních zařízení, strojů, dopravních prostředků atd.
- *nehmotné* – nákup know-how, licencí, softwaru, výdaje na výzkum atd.

Dále můžeme investice rozlišit podle jejich vztahu k rozvoji podniku:³³

- *rozvojové* – zvyšují stávající schopnost podniku produkovat nebo prodávat výrobky, popř. služby, přínosy těchto investic se obvykle projevují v růstu tržeb.
- *obnovovací* – představují náhradu zastaralých výrobních zařízení nebo mají za cíl snížit náklady při zachování výrobní kapacity.

³¹ VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. Praha: Ekopress, 2006, str. 26.

³² KISLINGEROVÁ, E. a kol. *Manažerské finance*. Praha: C. H. Beck, 2007, str. 264.

³³ SYNEK, M. a kol. *Podniková ekonomie*. Praha: C. H. Beck, 2006, str. 246.

- *regulatorní (mandatorní)* – jde o investice, jejichž cílem nejsou přímé ekonomické efekty, ale dosažení souladu s existujícími zákony, předpisy a nařízeními upravujícími určité oblasti podnikatelské činnosti. Tyto investice jsou většinou zaměřeny na zlepšení pracovního prostředí a bezpečnosti práce, ochranu životního prostředí, splnění hygienických norem atd.

Investice podniku představují propojení mezi přítomným a budoucím vývojem podniku a proto rozhodování o realizaci investic patří ve firmě mezi nejdůležitější rozhodnutí.

Z hlediska finančního řízení podniku je nutno před vlastní realizací konkrétní investice provést dvě zásadní rozhodnutí:³⁴

1. **investiční rozhodnutí**, které odpovídá na otázku, zda se má vůbec případná investice realizovat nebo nikoliv, tedy zda posuzovaná investice dostatečně naplňuje stanovené cíle podniku.
2. **finanční rozhodnutí**, které se provádí pouze v případě, kdy je rozhodnuto do projektu investovat. Řeší, jakým způsobem daný investiční projekt financovat, aby byl finančně stabilní a optimální z hlediska nákladů na zdroje financování.

Proces investičního a finančního rozhodování je obvykle v praxi finančního řízení podniku nazýván **kapitálovým plánováním**. Kapitálové plánování zahrnuje tyto etapy:³⁵

- stanovení investičních cílů a investiční strategie podniku,
- vyhledávání potencionálně efektivních investic,
- sestavování očekávaných peněžních toků z investičních projektů,
- hodnocení efektivnosti investičních projektů,
- výběr optimální varianty financování vybraných investičních projektů,
- následné zhodnocení realizovaných investičních projektů.

V současné době se za základní strategický cíl u většiny ekonomických subjektů považuje **maximalizace tržní hodnoty firmy**, v podmínkách akciové společnosti maximalizace tržní hodnoty akcií. Tento cíl nejlépe zohledňuje všeobecnou snahu o finanční stabilitu a efektivitu podniku v dlouhodobém časovém horizontu, a zároveň zohledňuje i stupeň rizika očekávaného zisku. Základní strategický cíl podniku můžeme ztotožnit s investičními cíly a proto musí být respektovány i během procesu kapitálového plánování.

Pro hodnocení investičních projektů proto musíme upřednostňovat takové metody hodnocení ekonomické efektivnosti investic, jejichž podstatou je nalézt takové investice, které nejvíce přispějí k růstu tržní hodnoty firmy. Za takové metody považujeme metody založené na diskontovaném cash-flow z investice (viz výklad dále).

Investiční strategii potom rozumíme postupy, jak dosáhnout požadovaných investičních cílů.

Můžeme rozlišovat různé typy investičních strategií:³⁶

- **Strategie růstu hodnoty investice** – investor si vybírá takové investice, u nichž v dlouhém období předpokládá co největší zvýšení hodnoty původního investičního

³⁴ SUVOVÁ, H. *Finanční analýza v řízení podniku, v bance a na počítači*. Praha: Bankovní institut, 1999, str. 207.

³⁵ VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. Praha: Ekopress, 2006, str. 30.

³⁶ VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. Praha: Ekopress, 2006, str. 35-36.

vkladu a méně ho již zajímá výše ročních výnosů z investice. Tento typ strategie je vhodný při vyšší inflaci, která znehodnocuje běžné roční příjmy, zatímco budoucí hodnota investovaných vkladů výrazně stoupá.

- **Strategie maximalizace ročních výnosů z investice** – investor v tomto případě naopak upřednostňuje roční výnosy a nezajímá jej udržení nebo růst hodnoty investice v dlouhém období. Tento typ strategie je vhodný při nízké inflaci, kdy se roční výnosy příliš neznehodnocují a investice si v podstatě udržuje svou reálnou hodnotu.
- **Strategie růstu hodnoty investice spojená s maximalizací ročních výnosů** – investor preferuje takové projekty, které mu přinášejí růst hodnoty investice a zároveň zajímavé roční výnosy. Takové investiční příležitosti jsou z hlediska základního cíle podniku samozřejmě optimální.

Další možné členění investičních strategií je podle vztahu investora k riziku:

- **Agresivní strategie investování** – investor preferuje vyšší míru rizika, která je však současně vyvážena vyšší výnosností z investice.
- **Konzervativní strategie investování** – investor preferuje investice s nízkou mírou rizika, které mu však přinášejí menší výnos.

Podle vztahu investice k likviditě majetku můžeme vymežit:

- **Strategii maximální likvidity investice**, což je situace, kdy investor při svém investičním rozhodování dává přednost co nejlikvidnějším investicím. K tomuto typu investiční strategie dávají přednost především podniky, které mají problémy s likviditou.

Samotné investiční projekty můžeme rozdělit podle následujících hledisek:³⁷

- a) podle výše kapitálových výdajů, které jsou podstatné pro to, kdo má v podniku pravomoc rozhodnout o dané investici. Pravidlem je, že organizační jednotky podniku mají pravomoc vymezenou stanovenou výší kapitálových výdajů.
- b) podle charakteru peněžních toků, které plynou z investičního projektu:
 - *projekty s konvenčním tokem*
 - *projekty s nekonvenčním tokem*
- c) podle stupně závislosti projektů mezi sebou:
 - *vzájemně se vylučující projekty* – jedná se o případy, kdy nelze dvě nebo více investic uskutečnit zároveň, neboť realizace jednoho projektu vylučuje realizaci ostatních projektů.
 - *vzájemně se nevylučující projekty* – jedná se o případy, kdy výběr jednoho projektu nevylučuje realizaci dalších podobných projektů.
 - *projekty podmíněné* – jde o takové investiční projekty, jejichž přijetí je závislé na realizaci jiných projektů. Pro účely hodnocení efektivnosti investic je nutné všechny podmíněné projekty uvažovat dohromady a chápat je jako jeden projekt.
 - *projekty nepodmíněné* – realizace je nezávislá na ostatních projektech.

³⁷ VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. Praha: Ekopress, 2006, str. 41-42.

d) podle hlavního přínosu pro podnik:

- *projekty snižující náklady* – přínos projektu je ve snížení nákladů.
- *projekty zvyšující tržby* – přínos projektu je ve zvýšení tržeb.
- *projekty snižující míru podnikatelského rizika* – účelem investičního projektu je snaha o diverzifikaci rizika.

Sestavení peněžních toků z investičního projektu

Moderní metody hodnocení efektivnosti investičních projektů se opírají o prognózu peněžního toku (cash flow) z investičního projektu.

Peněžní tok z investičního projektu představuje kapitálové výdaje a peněžní příjmy vyvolané investicí během doby jeho pořízení, životnosti a likvidace. Při přípravě a rozhodování o výběru investičních projektů jde o očekávané peněžní toky, které jsou naplánovány, při hodnocení fungujícího projektu o skutečně dosažené peněžní toky.

Při pořízení dlouhodobého majetku dochází k výdajům, které nazýváme **kapitálovými výdaji**.

Během životnosti dlouhodobého majetku vznikají především **peněžní příjmy**, částečně i kapitálové výdaje. Peněžní příjmy vznikají v souvislosti s fungováním projektu. Ve své čisté podobě zahrnují především zisk po zdanění (jako rozdíl mezi tržbami získanými investováním a náklady na realizované výrobky) a odpisy z dlouhodobého majetku. Eventuální peněžní výdaje investičního charakteru během doby životnosti mohou mít podobu výdajů na dokončení výstavby po uvedení projektu do provozu, případně výdajů na obnovu některých částí dlouhodobého majetku s kratší dobou životnosti, než je životnost celého majetku. Mohou to být i očekávané výdaje na rekonstrukce a modernizace během doby životnosti.

Při likvidaci dlouhodobého majetku po skončení doby jeho životnosti se objevují jak peněžní příjmy, tak i výdaje. Jako peněžní příjmy mohou vystupovat příjmy z prodeje likvidovaného majetku, jako výdaje pak různé výdaje na demontáž strojů, na sešrotování, na likvidaci nepříznivých ekologických důsledků investice.

Stanovení předpokládaného peněžního toku z investičního projektu je nejobtížnější úkol kapitálového plánování a investičního rozhodování. Jestliže prognóza kapitálových výdajů a peněžních příjmů z investičního projektu není reálná a nezobrazuje vliv všech základních faktorů, které na výdaje a příjmy působí, pak i celé rozhodování o výběru nejvhodnější varianty projektu je přirozeně nepřesné, i když použijeme sebedokonalejší metody jejich vyhodnocení.

Obtížnost plánování peněžních toků z investičního projektu vyplývá především ze dvou důvodů:

- jde o předvídaní peněžních toků na delší období,
- velikost očekávaných kapitálových výdajů, ale zejména očekávaných peněžních příjmů, je ovlivněna celou řadou faktorů, jejichž úplná a spolehlivá predikce na delší období je výjimečně obtížná (vývoj cen, úroků, kurzů měn apod.) a je třeba neustále počítat s jejich změnami, které velmi výrazně mohou ovlivnit hodnocení celého projektu.

Proto, více než v ostatních oblastech finančního řízení a rozhodování, je třeba při sestavování očekávaných kapitálových výdajů a peněžních příjmů z investičního projektu počítat s faktorem času a rizikem odchylného vývoje od předpokladu.³⁸

Kapitálové výdaje

Předpokládané kapitálové výdaje jsou veškeré peněžní výdaje, u nichž se očekává jejich přeměna na budoucí peněžní příjmy v horizontu delším než jeden rok od zahájení investice. Výdaje, u kterých očekáváme peněžní příjem do jednoho roku, nazýváme provozními výdaji. Obvykle se do kapitálových výdajů u hmotných a nehmotných investic zahrnují:³⁹

- výdaje na pořízení pozemků, budov, strojů a zařízení,
- výdaje na trvalé rozšíření oběžného majetku v souvislosti s investováním,
- výdaje na výzkum a vývoj, které souvisejí s příslušnou investicí.

Výše uvedené výdaje mohou být dále upravovány:

- a) o příjmy z prodeje existujícího majetku, který je investicí nahrazován,
- b) o daňové efekty, spojené s prodejem nahrazovaného majetku.

Je nutné zdůraznit, že při sestavování kapitálových výdajů musíme respektovat následující principy:

- a) Tzv. **utopené náklady** nemohou být zahrnovány do kapitálových výdajů. Jsou to náklady, které již byly v minulosti vynaloženy (bez ohledu na to, zda bude investiční projekt přijat nebo ne). Proto nejsou relevantní pro investiční rozhodování.
- b) **Náklady obětovaných příležitostí** by měly být zahrnovány do kapitálových výdajů. Jedná se o peněžní toky, které by mohly majetek nebo zdroje přinést, jestliže by nebyly použity v uvažovaném projektu a byly by využity jinak. Jde např. o ušlý zisk z dlouhodobého pronájmu nebo okamžitého prodeje parcely, která je vyčleněna pro připravovaný projekt. Kapitálové výdaje proto musíme navýšit o tyto náklady obětovaných příležitostí.

Kapitálový výdaj lze modelově vyjádřit jako: $K = I + \dot{C}PK - P \pm D$ ⁴⁰

K ... kapitálový výdaj na investiční projekt,

I ... výdaj na pořízení investice,

ČPK ... výdaj na trvalý přírůstek čistého pracovního kapitálu,

P ... příjem z prodeje existujícího nahrazovaného majetku,

D ... daňové efekty.

Pokud jsou kapitálové výdaje na investici vynakládány ve více letech, je nutné vzít v úvahu časovou hodnotu peněz a kapitálové výdaje diskontovat.

³⁸ VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. Praha: Ekopress, 2006, str. 51 - 53.

³⁹ VALACH, J. a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. Praha: Ekopress, 1999, str. 183.

⁴⁰ VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. Praha: Ekopress, 2006, str. 64.

Peněžní příjmy z investice

Vymezení předpokládaných peněžních příjmů z investice je ještě obtížnější než stanovení kapitálových výdajů. Vzhledem k tomu, že ekonomická životnost většiny investičních projektů se pohybuje v rozmezí 5 až 10 let, někdy i více, je prognózování peněžních příjmů velmi složité. Na predikci mají významný vliv rozložení a výše očekávaných peněžních příjmů v čase, ale i další faktory, mezi které můžeme zařadit inflaci, změnu daňového systému nebo vývoj nabídky a poptávky na trhu. Všechny tyto vlivy mohou zapříčinit, že očekávané peněžní příjmy v jednotlivých letech nebudou odpovídat skutečným peněžním příjmům.

Za roční peněžní příjmy z investičního projektu považujeme:

- a) zisk po zdanění, který projekt každý rok přináší,
- b) roční odpisy,
- c) změny oběžného majetku (resp. čistého pracovního kapitálu) spojeného s investičním projektem,
- d) příjem z prodeje dlouhodobého majetku koncem životnosti, upravený o daň.

Roční peněžní příjem můžeme vyjádřit následovně: $PP = Z + O \pm \text{ČPK} + P - D$ ⁴¹

PP ... celkový roční peněžní příjem z investice,

Z ... roční přírůstek zisku po zdanění, který investice generuje,

O ... přírůstek ročních daňových odpisů z investice,

ČPK ... změna čistého pracovního kapitálu v důsledku investování během životnosti investice (úbytek +, přírůstek -),

P ... příjem z prodeje investičního majetku,

D ... daňový efekt z prodeje investičního majetku.

4.3 Hodnocení efektivnosti investičních projektů

V teorii podnikových financí se pro *hodnocení ekonomické efektivnosti investičních projektů* používají různé metody. Cílem metod hodnocení je pomocí matematického aparátu kvantifikovat ekonomický efekt, který investiční projekt podniku přináší, a na základě zjištěných výsledků rozhodnout, která z investic je pro podnik ekonomicky přijatelná, respektive, která je nejvýhodnější. Samotné metody se někdy od sebe liší velice zásadně, jindy jde o různé technicky-propočtové postupy, které nakonec dospívají ke stejným závěrům.

Mezi základní a nejvíce používaná hlediska pro rozdělení jednotlivých metod patří faktor času. Na základě toho, zda metody hodnocení berou v úvahu časovou hodnotu peněz, či nikoliv, rozlišujeme:⁴²

- **statické metody hodnocení**, které zcela opomíjejí faktor času a jeho vliv na hodnotu peněz. Díky tomu se vyznačují jednoduchostí a rychlostí výpočtu. Jsou používány v takových případech, kdy má investice krátkou dobu ekonomické životnosti a diskontní sazba odvozená z kapitálové struktury podniku je velmi nízká. Za těchto podmínek je abstrahování od časového faktoru přípustné, ne však zcela správné, neboť může dojít ke zkreslení výsledného ekonomického

⁴¹ VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. Praha: Ekopress, 2006, str. 66.

⁴² KISLINGEROVÁ, E. a kol. *Manažerské finance*. Praha: C. H. Beck, 2007, str. 268.

pohledu na investice a k nesprávnému rozhodnutí. Přes tyto své nedostatky mohou sloužit pro první předběžné výpočty.

- **dynamické metody hodnocení** naopak přihlížejí k působení faktoru času a k faktoru rizika. Oba faktory jsou zohledněny v diskontní sazbě, která se používá pro aktualizaci všech vstupních dat. Tyto metody by měli být využívány pro hodnocení investic s delší dobou ekonomické životnosti, neboť zaručují, že nedochází k zásadnímu zkreslení kapitálových výdajů nebo peněžních příjmů vlivem času. V zásadě se dá konstatovat, že by měly být využívány pro hodnocení efektivnosti investic vždy.

Jiným hlediskem pro členění metod je dosahovaný přínos z investic:

- **nákladové metody hodnocení** jsou metody, u nichž jako kritérium hodnocení vystupuje očekávaná úspora nákladů.
- **ziskové metody hodnocení** jsou metody, u nichž je hlavním kritériem hodnocení očekávaný účetní zisk z investice.
- **metody založené na peněžních tocích**, u kterých je kritériem hodnocení očekávaný celkový peněžní tok z investičního projektu.

U metod opírajících se o nákladová kritéria vystupuje jako ekonomický efekt úspora celkových nákladů. Metody s nákladovým kritériem se používají zejména tehdy, když nemůžeme spolehlivě odhadnout budoucí výnosy z investice nebo v případech obnovovacích investic, kdy všechny porovnávané investiční projekty zajišťují stejný rozsah produkce a tedy i stejné realizační ceny. Často se tyto metody používají i v případech, kdy je cílem investice pouze úspora celkových nákladů v podniku (například projekty zajišťující úspory tepla a energií).

Metody založené na ziskovém kritériu chápou jako ekonomický efekt zisk snížený o daň ze zisku. Jde o nesporně komplexnější a dokonalejší pojetí ekonomického efektu než u nákladových metod, jelikož zisk obsahuje i výši tržeb z výkonů jednotlivých variant investičních projektů. Hlavním nedostatkem těchto metod je však pojetí účetního zisku, který reálně nepředstavuje celkový peněžní tok z investice, protože nezahrnuje odpisy a eventuálně jiné peněžní příjmy plynoucí z realizace investice. Podnik může pomocí své odpisové politiky významně měnit výši vykazovaného zisku a tím ovlivnit i pohled na efektivnost investice.⁴³

Kvůli uvedeným nedostatkům se v současné teorii i praxi hodnocení investičních projektů jednoznačně upřednostňují kritéria hodnocení, která se opírají o celkový peněžní tok z investice a současně také respektují časovou hodnotu peněz. O těchto kritériích hovoříme jako o **metodách diskontovaného cash-flow z investice**. Tyto metody jsou v dnešní době považovány za nejvhodnější pro hodnocení investic a také se v praxi nejvíce využívají.

⁴³ VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. Praha: Ekopress, 2006, str. 78.

4.4 Metody hodnocení efektivity investic

Nákladové metody hodnocení

Protože náklady, respektive jejich úspora, nevyjadřují efektivnost investice úplně (neberou v úvahu změny zisku dosažené změnami produkce a změnami realizačních cen), je možné použít nákladová kritéria hodnocení investičních projektů jen tehdy, jedná-li se o investice zabezpečující stejný rozsah produkce a stejné realizační ceny. Investice s nestejným rozsahem produkce a nestejnými cenami nelze pomocí nákladových kritérií hodnotit, protože se zde nepřihlíží k dosaženému zisku z titulu objemu produkce a z titulu realizačních cen.

Pomocí nákladových kritérií lze počítat jen tzv. *srovnatelnou efektivnost investičních projektů* (tj. určovat, který projekt je vhodnější či méně vhodný). Nelze jimi vyjádřit absolutní efektivnost, tj. efektivnost jednotlivého projektu a jeho přínos k tržní hodnotě firmy.

Metoda průměrných ročních nákladů

Při využití této metody hodnocení investičních projektů se porovnávají průměrné roční náklady u investičních variant, které mají stejný rozsah produkce (co do objemu, kvality i ceny). Matematicky můžeme výpočet průměrných ročních nákladů zapsat tímto způsobem:

$$R = O + i * I + V - L / n^{44}$$

R ... průměrné roční náklady investiční varianty,

O ... roční odpisy,

I ... počáteční kapitálový výdaj,

i ... požadovaná výnosnost investice v % /100 (úroková míra),

V ... roční provozní náklady bez odpisů,

L ... likvidační cena snižená o náklady na likvidaci,

n ... doba životnosti investice.

Koeficient *i* představuje požadovanou minimální výnosnost, kterou musí projekt zajistit, neboť počáteční kapitálový výdaj *I* považujeme za půjčku a je nutné ji každý rok splácet. Za úrokovou sazbu, resp. minimální požadovanou výnosnost, dosazujeme zpravidla průměrné náklady kapitálu (WACC) daného podniku. Investiční varianta s nejnižšími průměrnými ročními náklady je pro podnik nejvíce efektivní.

Metoda průměrných ročních nákladů může být použita pro srovnání variant jak se stejnou, tak i s různou dobou ekonomické životnosti. Ze své podstaty respektují průměrné roční náklady automaticky eventuální rozdíly v délce ekonomické životnosti investic, protože náklady se přepočítávají na stejný časový úsek jednoho roku.

Metoda diskontovaných nákladů⁴⁵

Metoda diskontovaných nákladů je založena na stejném principu jako metoda průměrných ročních nákladů. Místo průměrných ročních nákladů jednotlivých variant investičních

⁴⁴ HRDÝ, M. *Hodnocení ekonomické efektivity investičních projektů EU*. Praha: Aspi, 2004, str. 16.

⁴⁵ Podrobněji viz VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. Praha: Ekopress, 2006, str. 79 - 83.

projektů však porovnává souhrn investičních a diskontovaných provozních nákladů jednotlivých variant projektu za celou dobu jeho životnosti. Nejvýhodnější je opět ta varianta, která má nejnižší diskontované náklady.

Matematicky lze vyjádřit diskontované náklady investičního projektu takto:

$$D = I + \sum_{n=1}^N V_n$$

D ... diskontované náklady investičního projektu,

I ... počáteční kapitálový výdaj,

V ... diskontované ostatní roční provozní náklady (celkové provozní náklady – odpisy),

n ... jednotlivé roky životnosti,

N ... doba životnosti.

Tato metoda je v podstatě založena na stejném principu jako metoda ročních nákladů. Místo nákladů připadajících na jeden rok však porovnává souhrn všech nákladů, které jsou spojeny s realizací jednotlivých variant investičního projektu za celou předpokládanou dobu životnosti. Protože náklady vyskytující se v různých letech je třeba modifikovat o vliv času, aby se mohly sčítat, musí se diskontovat. Aktualizace se provádí ke dni uvedení příslušné varianty do provozu.

Jestliže předpokládáme, že na konci životnosti bude mít fixní majetek určitou likvidační cenu (L), musí se přirozeně o diskontovanou hodnotu této ceny celkové diskontované náklady projektu snížit.

Diskontované náklady investičního projektu pak budou mít následující podobu:

$$D = I + \sum_{n=1}^N V_n - L_D$$

L_D ... diskontovaná likvidační cena investice.

Diskontované náklady neeliminují (na rozdíl od metody průměrných ročních nákladů) různou délku životnosti. Jde o celkové náklady během životnosti, ne o průměrné roční náklady. Proto ty varianty, které mají delší životnost, mají již automaticky vyšší ostatní provozní náklady z titulu většího počtu let fungování investice. Abychom mohly srovnávat pomocí metody diskontovaných nákladů varianty investičních projektů s různou životností, musíme obě varianty převést na společnou délku životnosti. Tou je nejmenší společný násobek životností jednotlivých porovnávaných variant. Přitom je ale potřeba si uvědomit, že do varianty s kratší dobou životnosti musím zahrnout i současnou hodnotu obnovovaného dlouhodobého majetku.

Mezi oběma nákladovými metodami existuje souvislost, kterou můžeme zapsat:

$$\mathbf{R = D / Z}$$

R ... průměrné roční náklady investiční varianty,

D ... diskontované náklady investiční varianty,

Z ... zásobitel pro zvolený počet let životnosti a úrok.

Nepřímý způsob odvozování ročních průměrných nákladů od diskontovaných nákladů je zbytečně komplikovaný, je tedy vhodnější určit průměrné roční náklady přímým výpočtem. Pro srovnání projektů s různou dobou životnosti je jednodušší nepoužívat metodu diskontovaných nákladů, ale přímo určit průměrné roční náklady jednotlivých variant a na základě toho vybrat nejlepší investiční variantu.

Ziskové metody hodnocení

Průměrná výnosnost investičního projektu⁴⁶

Průměrná výnosnost, často označovaná i jako průměrná rentabilita, považuje za ekonomický efekt z projektu zisk po zdanění, který projekt přináší.

Základní vzorec pro výpočet průměrné výnosnosti:

$$V_p = \frac{\sum_{n=1}^N Z_n}{N * I_p}$$

V_p ... průměrná výnosnost projektu,

Z_n ... roční zisk po zdanění v n-tém roce životnosti,

n ... jednotlivé roky ekonomické životnosti,

N ... doba ekonomické životnosti,

I_p ... průměrná roční hodnota dlouhodobého majetku z investice v zůstatkové ceně.

Varianta s vyšší průměrnou výnosností je považována za vhodnější a v případě posuzování, zda investiční projekt realizovat, se vypočítaná průměrná výnosnost porovnává se stávajícími průměrnými náklady kapitálu firmy. V případě že je průměrná výnosnost projektu vyšší, lze jej doporučit k realizaci.

Protože je průměrná výnosnost investičního projektu vztažena na jednotku jednoho roku, může být metoda použita i na posouzení investičních projektů s různou dobou ekonomické životnosti, podobně jako průměrné roční náklady. Na rozdíl od nákladových kritérií zde však není podmínka, aby posuzované varianty měli stejný objem produkce. V zisku po zdanění se projevuje nejen hospodárnost v provozních nákladech, ale i rozdílné objemy realizované produkce a ceny produktů, což nákladová kritéria zabezpečit nemohou.

Průměrná roční hodnota dlouhodobého majetku z investice v zůstatkové ceně je závislá na způsobu odepisování a na předpokládané zůstatkové ceně. Při lineárním odepisování a nulové zůstatkové ceně je proměnná I_p rovna polovině pořizovací ceny dlouhodobého majetku. V případě nelineárních odpisů a nenulové zůstatkové ceny je třeba vzít tyto skutečnosti v úvahu a pomocí aritmetického průměru vypočítat průměrnou roční hodnotu dlouhodobého majetku v zůstatkové ceně.

Mezi nevýhody metody průměrné výnosnosti můžeme zařadit následující skutečnosti:

⁴⁶ Podrobněji viz VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. Praha: Ekopress, 2006, str. 121 - 124.

- a) nebere v úvahu faktor času – zisky z různých let hodnotí stejně (tuto námitku lze jednoduše obejít tím, že zisky v jednotlivých letech budeme diskontovat),
- b) nebere v úvahu odpisy jako součást peněžních příjmů z investice a další peněžní příjmy, ale jen účetně vykazovaný zisk, který je možno přes výši odpisů ovlivnit,
- c) metoda počítá s účetní hodnotou investičního majetku, nikoliv s jeho tržní cenou, která může být odlišná. V investičním rozhodování je nutné brát v úvahu tržní hodnoty.

Metody založené na diskontovaném cash-flow z investice

Mezi metody založené na diskontovaném cash-flow z investice patří čistá současná hodnota, index rentability, vnitřní výnosové procento a ekonomická přidaná hodnota.

Metoda čisté současné hodnoty

Čistá současná hodnota (net present value – NPV) je metoda, která za ekonomický efekt z investice považuje celkový peněžní tok z projektu. Při respektování časové hodnoty peněz je základem metody součet diskontovaných čistých peněžních toků v jednotlivých letech ekonomické životnosti investičního projektu. Čistou současnou hodnotu můžeme definovat jako rozdíl mezi diskontovanými peněžními příjmy z projektu a diskontovanými kapitálovými výdaji na projekt v jednotlivých letech:

$$ČSH = \sum_{n=1}^N \frac{P_n}{(1+i)^{n+T}} - \sum_{t=0}^T \frac{K_t}{(1+i)^t}$$

ČSH ... čistá současná hodnota,
 P_n ... peněžní příjem v n-tém roce,
 K_n ... kapitálový výdaj v k-tém roce,
 t ... jednotlivé roky zavádění investice do provozu,
 n ... jednotlivé roky životnosti investice,
 T ... celkový počet let zavádění investice do provozu
 N ... celková doba životnosti investice
 i ... diskontní sazba

Čistá současná hodnota investice se vždy počítá k určitému okamžiku, ke kterému se aktualizují všechny peněžní toky pomocí diskontování (nebo příp. složeného úročení). Obvykle se peněžní příjmy z investice i kapitálové výdaje na pořízení investice aktualizují k okamžiku zahájení realizace investičního projektu a základní vzorec s tímto počítá. Někdy je možné se setkat s tím, že se peněžní toky aktualizují k okamžiku uvedení investice do provozu.

Výhodou metody čisté současné hodnoty je, že nám v absolutní hodnotě udává, kolik peněz získá podnik nad investovanou částku navíc, tj. o kolik vzroste celková hodnota podniku. Čistá současná hodnota tak přímo zobrazuje, jaký absolutní příspěvek přináší investice k hlavnímu cíli podnikání, tj. k maximalizaci tržní hodnoty firmy. Metoda také respektuje faktory času a rizika.

Další výhodou metody čisté současné hodnoty je to, že jednotlivé hodnoty ČSH u různých investičních projektů se dají navzájem sčítat. Tato vlastnost se využívá i při stanovení celkové hodnoty podniku, jenž je určena jako součet čisté současné hodnoty stávajících aktiv a čisté současné hodnoty budoucích investic.

Interpretace možných výsledků čisté současné hodnoty je následující:⁴⁷

- a) jestliže je $NPV > 0$ (diskontované peněžní příjmy převyšují kapitálové výdaje), tzn. investiční projekt je pro podnik přijatelný a zvyšuje tržní hodnotu firmy,
- b) jestliže je $NPV < 0$ (diskontované peněžní příjmy jsou menší než kapitálové výdaje), pak je investiční projekt pro podnik nepřijatelný, protože jeho realizací by se snižovala tržní hodnota firmy,
- c) jestliže je $NPV = 0$, pak je investiční projekt z hlediska podniku indiferentní (diskontované peněžní příjmy se rovnají kapitálovým výdajům a projekt nezvyšuje ani nesnižuje tržní hodnotu firmy).

Mezi často uváděné nedostatky metody čisté současné hodnoty patří její vysoká citlivost na diskontní sazbu, přičemž s rostoucí diskontní sazbou (za jinak stejných podmínek) klesá samozřejmě ČSH, kterou nám investice přináší. Tuto námitku nelze uznat za relevantní, protože jediná veličina, kterou lze pro diskontování cash-flow z investice použít jsou průměrné náklady na kapitál firmy (WACC). Tyto je možné ještě případně zvýšit o rizikovou přírážku u investic, u kterých firma podstupuje vyšší riziko, než je stávající riziko podnikání dané firmy. Pokud by pro diskontování cash-flow z investice firma totiž použila nižší úrokovou sazbu, než jsou průměrné náklady na kapitál firmy (WACC), mohlo by se stát, že i při kladné ČSH by investiční projekt nemusel zvyšovat tržní hodnotu firmy, protože příjmy z investice by nepokryly ani náklady kapitálu.

Jediným nedostatkem metody tak je, že v případě různých dob ekonomických životností porovnávaných investic je nutné tuto skutečnost v propočtech jednotlivých hodnot respektovat. Varianty je proto nutné hodnotit za stejnou dobu ekonomické životnosti. V praxi se nejčastěji postupuje tak, že porovnávané investice převedeme na nejmenší společný násobek ekonomických životností porovnávaných investic. Následně se pak předpokládá, že investice se mohou v čase obnovovat za stejných podmínek a že získané peněžní toky se opět reinvestují do stejných projektů.

Index rentability

Index rentability, resp. index ziskovosti vychází principiálně z metody čisté současné hodnoty. Na rozdíl od ní je relativním (poměrovým) ukazatelem. Index rentability vyjadřuje, jaká výše současné hodnoty budoucích příjmů z investičního projektu bude připadat na jednotku investičních výdajů přepočtených na současnou hodnotu. Matematicky vyjádřeno jde o podíl současné hodnoty budoucích příjmů z investičního projektu a současné hodnoty investičních výdajů:

$$I_Z = \frac{\sum_{n=1}^N \frac{P_n}{(1+i)^{n+T}}}{\sum_{t=0}^T \frac{K_t}{(1+i)^t}}$$

I_Z ... index rentability (ostatní proměnné jsou totožné).

Výsledné hodnoty I_Z můžeme interpretovat následovně:

- 1) pokud je $I_Z > 1$, pak je $ČSH > 0$ a investiční projekt by měl být přijat k realizaci.
- 2) pokud je $I_Z < 1$, pak je $ČSH < 0$ a investiční projekt by měl být zamítnut.

⁴⁷ VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. Praha: Ekopress, 2006, str. 97.

- 3) při porovnávání několika vzájemně se nevylučujících projektů se upřednostňuje projekt s nejvyšší hodnotou I_z , protože přináší nejvyšší peněžní příjem na jednotku investovaného kapitálu.

Index rentability se doporučuje používat jako kritérium výběru investičních variant tehdy, jestliže má podnik omezené kapitálové zdroje a není schopen realizovat všechny projekty s kladnou čistou současnou hodnotou. Kdybychom v této situaci kapitálového omezení vybírali projekty podle ČSH jednotlivých projektů, vybrali bychom sice projekty s nejvyšší hodnotou ČSH, ale nemuseli bychom dosáhnout nejvyššího zhodnocení celkově při omezeném kapitálu. Abychom dosáhli maximálního zhodnocení omezeného objemu kapitálu, je nutné vypočítat jednotlivé indexy rentability u všech hodnocených projektů a sestavit žebříček od nejvyšších hodnot I_z po nejnižší až záporné. K realizaci jsou pak vhodné všechny projekty od prvního a dále sestupně až do vyčerpání kapitálových zdrojů.

Vnitřní výnosové procento

Vnitřní výnosové procento (internal rate of return – IRR) můžeme definovat jako úrokovou míru, při které se současná hodnota všech peněžních příjmů za dobu ekonomické životnosti projektu rovná současné hodnotě všech kapitálových výdajů na investiční projekt. Jinak řečeno, jde o takovou úrokovou míru, při které je čistá současná hodnota projektu rovna nule:

$$\sum_{n=1}^N \frac{P_n}{(1+i)^{n+T}} = \sum_{t=0}^T \frac{K_t}{(1+i)^t}$$

i ... vnitřní výnosové procento (VVP)

Zatímco u čisté současné hodnoty jsme počítali s předem stanovenou diskontní sazbou, u VVP ji naopak hledáme. Podle této metody jsou přijatelné všechny investiční projekty, jejichž vnitřní výnosové procento je vyšší než průměrné náklady na kapitál firmy (WACC). Tyto je možné opět případně zvýšit o rizikovou přírážku u investic, u kterých firma podstupuje vyšší riziko, než je stávající riziko podnikání dané firmy.

Výsledek metody je vyjádřen relativně, v %. Při srovnávání několika projektů většinou platí, že projekt, který vykazuje vyšší VVP, je výhodnější. Výpočet přesné hodnoty VVP je poměrně pracný, neboť se jedná o řešení polynomu N-tého stupně. Při využití výpočetní techniky je však výpočet rychlý a přesný.

Ve většině případů se při použití metody VVP dostáváme ke stejným závěrům jako pomocí metody čisté současné hodnoty. V případě projektů s tzv. nekonvenčními peněžními toky a investičních projektů, které se vzájemně vylučují, není vhodné tuto metodu použít a doporučuje se upřednostnit metodu čisté současné hodnoty.

V případě, kdy investiční projekty mají nekonvenční peněžní tok, může VVP nabývat tolika hodnot, kolikrát se mění peněžní tok z kladného na záporný. Existuje tak několik VVP a metoda je nepoužitelná, neboť výsledky se nedají interpretovat s jasným doporučením.

V případě vzájemně se vylučujících investičních projektů získáme odlišné výsledky při použití metody čisté současné hodnoty a metody vnitřního výnosového procenta. Odlišné výsledky jsou důsledkem:⁴⁸

⁴⁸ VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. Praha: Ekopress, 2006, str. 119.

- **Hodnocené projekty mají rozdílnou výši celkových kapitálových výdajů.** Vnitřní výnosové procento ze své podstaty preferuje relativní výnosnost a nebere v úvahu absolutní velikost nákladů. Proto je podle metody VVP vždy výhodnější investice s 500% výnosností z 10 000,- Kč kapitálového výdaje, tj. absolutně 50 000,- Kč, než investice s výnosností 15% z 1 000 000,- Kč kapitálového výdaje, tj. absolutně 150 000,- Kč. Metoda ČSH naopak upřednostní absolutní výnos, který preferují i podniky. Proto při výběru vzájemně se vylučujících projektů s různým počátečním kapitálovým výdajem není správné používat vnitřní výnosové procento.
- **Hodnocené projekty mají rozdílnou výši a časový průběh peněžních příjmů.** V případě, že hodnocené investiční projekty budou mít shodné kapitálové výdaje, přesto opět můžeme dojít k odlišným závěrům při použití metod VVP a ČSH. Každá z metod je založena na jiných předpokladech, pokud jde o reinvestování příjmů. Metoda ČSH počítá s tím, že peněžní toky z investice jsou reinvestovány při úrokové míře odpovídající průměrným nákladům na kapitál (WACC). Takový výnos může být reálně dosažitelný v průběhu celé doby životnosti investičního projektu. Metoda VVP předpokládá, že peněžní toky se reinvestují za úrokovou sazbu ve výši vlastního vnitřního výnosového procenta. To však může být v průběhu celé doby životnosti investičního projektu ekonomicky nereálné, neboť takové projekty se nemusí v okamžiku reinvestování na trhu vyskytovat.

Další nevýhodou metody VVP je to, že není tzv. aditivní. V případě několika nezávislých projektů platí, že součet VVP jednotlivých investic se nerovná VVP společného provedení investic ani aritmetickému průměru jednotlivých VVP. Proto i pro tyto případy upřednostníme metodu ČSH, u které můžeme jednotlivé hodnoty ČSH samostatných projektů sčítat a tím získáme ČSH celkové investice.

Ekonomická přidaná hodnota

Ekonomická přidaná hodnota (economic value addend – EVA) představuje ve své podstatě ekonomický zisk, který podnik vytvoří po úhradě všech svých nákladů, včetně nákladů na kapitál:

$$EVA = NOPAT - WACC * C^{49}$$

EVA ... ekonomická přidaná hodnota,

NOPAT ... zisk z hlavní činnosti podniku po zdanění (net operating profit after taxes),

WACC ... průměrné vážené náklady kapitálu (weighted average costs of capital),

C ... celkový kapitál, který je využíván k hlavní činnosti podniku.

Metoda EVA je rozšířeným měřítkem pro hodnocení výkonnosti podniků. Metoda EVA je vhodná také pro hodnocení investičních projektů, oceňování podniků a odměňování manažerů ve firmách.

Podniky, které používají ukazatel EVA jako základní měřítko své výkonnosti, mohou hodnotit své investiční projekty prostřednictvím tohoto ukazatele. Výpočet EVA provádíme za všechny jednotlivé roky ekonomické životnosti, diskontujeme je a sčítáme. Jedná se tedy o

⁴⁹PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. Praha: Linde nakladatelství, 2005, str. 47.

podobný postup, jaký jsme aplikovali u čisté současné hodnoty, s tím rozdílem, že nyní nevycházíme z cash-flow, ale ze zisku před úroky a zdaněním (EBIT), který upravíme a vliv daně a převedeme na zisk po zdanění (NOPAT). Výše vázaného kapitálu v konkrétním roce je rovna účetní hodnotě investice k počátku daného roku:

$$EVA_{dis} = \sum_{n=1}^N \frac{EBIT_n * (1 - t) - WACC * C_n}{(1 + i)^n}$$

EVA_{dis} ... celková hodnota investičního projektu podle ukazatele EVA

$EBIT_n$... zisk před úroky a zdaněním v n-tém roce

C_n ... účetní hodnota investice k počátku n-tého roku

n ... jednotlivé roky po uvedení investice do provozu

N ... ekonomická doba životnosti

t ... daňová sazba

i ... diskontní sazba

Pokud podnik u konkrétní investice dosahuje kladné diskontované ekonomické hodnoty, pak roste i bohatství vlastníků podniku, neboť podnik zhodnocuje kapitál více, než činí jeho náklady, a je proto vhodné investici přijmout. Pokud je naopak EVA_{dis} záporná, pak investice není přínosem pro vlastníky a měla by být zamítnuta. Stejně jako u metody ČSH i metody EVA se mohou jednotlivé hodnoty u různých projektů navzájem sčítat. Jak vidíme, hodnocení i vlastnosti výsledků metody EVA jsou velmi podobné metodě ČSH. Za předpokladu, že současná hodnota odpisů je rovna současné hodnotě investovaného kapitálu, můžeme konstatovat, že výpočet současné hodnoty ročních EVA-toků není ničím jiným než čistou současnou hodnotou investice. Platí tedy: $EVA_{dis} = \text{ČSH}$.

WACC reprezentuje minimální výnos, který podnik musí získat z investice k udržení současné úrovně bohatství. Je to požadovaná míra návratnosti.

Takto vypadá definiční vztah WACC:⁵⁰

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

r_d ... úroková sazba za poskytnutý cizí kapitál

r_e ... náklady na vlastní kapitál

t ... sazba daně z příjmů

D ... cizí kapitál

E ... vlastní kapitál

C ... celkový kapitál

Závorka $(1 - t)$ vyjadřuje tzv. daňový štít, resp. že placené úroky snižují základ daně, a je možné o tyto placené úroky snížit celkové náklady na cizí kapitál.

⁵⁰ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. Praha: C.H.BECK, 2001, str. 176

Postup sestavování WACC lze shrnout do tří kroků:

1) Určení vah jednotlivých komponentů⁵¹

Jako váhy zde vystupují podíly vlastního a cizího kapitálu na kapitálu celkovém. Z logiky věci vyplývá, že se celkový kapitál rovná součtu kapitálu vlastního a cizího. Dále je nutno poznamenat, že z celkových cizích zdrojů je třeba odstranit rezervy, protože ty se tvoří ze zisku, který patří do vlastního kapitálu. Navíc přímo nesouvisí s hlavním předmětem podnikání. Dále se z celkového objemu cizích zdrojů vylučují takové kapitálové složky, které jsou beznákladové (nevzniká úrok). Příkladem jsou krátkodobé závazky v podobě závazků k dodavatelům.

2) Určení nákladů na cizí kapitál r_d

Určení nákladů na cizí kapitál je poměrně snadné. Je to vážený aritmetický průměr jednotlivých úrokových měr, které představují náklad z cizího kapitálu. Jako váhy zde slouží poměry mezi jednotlivými složkami cizích zdrojů a celkovým objemem cizích zdrojů:

$$r_d = i_1 \frac{C_1}{CK} + i_2 \frac{C_2}{CK} + i_3 \frac{C_3}{CK} + \dots,$$

r_d ... náklady na cizí kapitál

i_n ... jednotlivé úrokové míry zapůjčeného kapitálu

C_n ... jednotlivé složky cizího kapitálu

CK ... celkový objem cizích zdrojů

3) Odhad nákladů na vlastní kapitál r_E

Náklady vlastního kapitálu představují výnosnost, kterou očekává vlastník za podstoupené riziko (což neznamená, že očekává, že příslušnou částku z firmy získá např. ve formě dividend). Obecně lze předpokládat, že riziko vlastníka je větší než riziko věřitele, neboť jeho požadavky jsou vždy uspokojovány až po požadavcích věřitele – ať již při výplatě běžných výnosů za kapitálu (úroky x dividendy), tak při likvidaci společnosti, kdy jsou nároky vlastníků uspokojovány na posledním místě. Z toho pak plyne, že vlastníkem očekávaná výnosnost by měla být vyšší než náklady na cizí kapitál. Kapitál vlastní je tedy dražší než kapitál cizí, protože je s ním spojené vyšší riziko pro vlastníky. Náklady na vlastní kapitál je poměrně obtížné stanovit. Pro stanovení požadované míry výnosnosti vlastního kapitálu (nákladů na vlastní kapitál) se v praxi využívají tyto modely:

- Gordonův růstový model
- Model CAPM
- Model APT (arbitrage pricing theory)

⁵¹ KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. Praha: C.H.BECK, 2001, str. 176 - 177

Doba návratnosti investičního projektu

Doba návratnosti investičního projektu je tradiční metodou hodnocení investic, která je v praxi často používaná. Je to metoda, kterou v její klasické podobě považujeme za metodu statickou, ale při využití diskontování ji stejně dobře můžeme považovat za metodu dynamickou. Za efekt z investování bere nejen zisk, ale i odpisy. Je využívána jako doplňková metoda vedle ČSH a VVP, zejména v bankovním sektoru. Doba návratnosti investičního projektu představuje počet let, za který se kapitálový výdaj splatí peněžními příjmy z investice:

$$I = \sum_{n=1}^{DN} P_n$$

I ... kapitálový výdaj na investici,
P_n ... peněžní příjem v n-tém roce životnosti,
DN ... doba návratnosti v letech,
N ... jednotlivé roky ekonomické životnosti.

Platí, že čím je doba návratnosti kratší, tím je investiční projekt lepší. Protože však doba návratnosti vyjadřuje pouze dobu, která je nutná k pokrytí kapitálového výdaje peněžními příjmy z investice, nelze mluvit o hodnocení ekonomické efektivnosti projektu, ale spíše o hodnocení očekávané likvidity projektu. Z toho vyplývá, že pokud vybíráme z několika variant, které mají různé doby životnosti a různý průběh peněžních příjmů, pak ta investice, která vykazuje kratší dobu životnosti, je považována za likvidnější. Nemusí to však znamenat, že je i zároveň nejefektivnější, neboť s peněžními toky po době návratnosti se nepočítá. Z pohledu hodnocení ekonomické efektivnosti jde o závažný nedostatek metody, a je proto používána pouze jako metoda doplňková.

Shrnutí kapitoly

Dlouhodobým finančním řízením podniku rozumíme taková finanční rozhodnutí, která mají dopad na podnik v horizontu delším, než jeden rok. Do oblasti dlouhodobého finančního řízení patří investiční rozhodování firem, dlouhodobé financování podniku, dividendová politika podniku a dlouhodobé finanční plánování.

Z hlediska podnikových financí se pojem investice definuje jako rozsáhlejší peněžní výdaj, u něhož se očekává jeho přeměna na budoucí peněžní nebo jiné hodnoty během delšího časového období. Takovéto výdaje firem nazýváme kapitálovými výdaji podniků.

Pro hodnocení investičních projektů upřednostňujeme takové metody hodnocení ekonomické efektivnosti investic, jejichž podstatou je nalézt takové investice, které nejvíce přispějí k růstu tržní hodnoty firmy. Za takové metody považujeme metody založené na diskontovaném cash-flow z investice. Metody hodnocení efektivnosti investičních projektů se tedy opírají o prognózu peněžního toku (cash flow) z investičního projektu. Peněžní tok z investičního projektu představuje kapitálové výdaje a peněžní příjmy vyvolané investicí během doby jeho pořízení, životnosti a likvidace.

Otázky k zamyšlení

1. Čím se zabývá dlouhodobé finanční řízení podniku?
2. Definujte pojem investice z pohledu podnikových financí.
3. Uveďte, co je cílem investičního rozhodování podniku.
4. Jaké fáze zahrnuje proces kapitálového plánování?
5. Co tvoří kapitálové výdaje investičního projektu?
6. Co tvoří peněžní příjmy investičního projektu?
7. Které metody jsou pro hodnocení investičních projektů nejvhodnější a proč?
8. Ve kterých případech je možné použít nákladové metody pro hodnocení investic?
9. V čem spočívá podstata metody ekonomické přidané hodnoty a k čemu je možné tuto metodu využít?
10. Ve kterých případech nelze pro hodnocení investičních projektů použít metodu VVP?

Pojmy k zapamatování

- dlouhodobé finanční řízení podniku,
- investiční rozhodování,
- investice,
- investiční strategie,
- investiční projekt,
- kapitálové výdaje,
- peněžní příjmy,
- diskontované cash-flow,
- metody hodnocení investičních projektů,
- čistá současná hodnota,
- index rentability,
- vnitřní výnosové procento,
- ekonomická přidaná hodnota,
- průměrné vážené náklady kapitálu,
- doba návratnosti.

5 DLOUHODOBÉ FINANCOVÁNÍ PODNIKU

Cíl kapitoly

Po nastudování následující kapitoly získáte přehled o dlouhodobém financování podnikových investic. V kapitole se seznámíte s jednotlivými druhy interních a externích finančních zdrojů, jejich výhodami a nevýhodami z pohledu podniku. V rámci srovnání jednotlivých finančních zdrojů dlouhodobého financování zmíníme také nákladovost zdrojů, jako významný prvek finančního rozhodování.

Časová zátěž

Prostudování této kapitoly věnujte sedmý a osmý týden výuky v celkovém rozsahu 10 hodin.

5.1 Členění dlouhodobých finančních zdrojů

Protože investicím rozumíme rozsáhlejší kapitálový výdaj v delším časovém období, měli bychom v tomto kontextu chápat finanční rozhodnutí jako konkrétní návrh na zajištění dlouhodobého kapitálu, ze kterého bude konkrétní investiční projekt financován. Toto řešení by mělo být finančně stabilní v čase (nemělo by tedy podstatně zvyšovat stávající finanční riziko firmy) a mělo by být i optimální z hlediska nákladů na zdroje financování.

Finančnímu rozhodnutí podniku je třeba věnovat velkou pozornost i proto, že je jím ovlivněna budoucí kapitálová struktura podniku. Ta má svoji významnou roli při určování diskontní sazby pro výpočty jednotlivých metod hodnocení efektivnosti.

Finanční zdroje členíme podle jejich původu na zdroje interní, které jsou získávány vlastní provozní činností podniku (často se tento typ financování nazývá samofinancováním), a zdroje externí, které jsou získávány mimo podnik a jeho provozní činnost.

Externí zdroje tvoří svým objemem menší část celkové kapitálové struktury, avšak jsou nezastupitelné při zakládání podniku a umožňují pružněji reagovat na změnu potřeb financování. Rozmanitost a dostupnost externích zdrojů úzce koreluje s rozvinutostí finančního trhu konkrétní země.

5.2 Interní zdroje financování

Interní zdroje jsou vytvářeny na základě vnitřní činnosti podniku, zatímco externí jsou získávány z vnějšího okolí. Jinými slovy můžeme také říct, že interní zdroje jsou tou částí vlastních zdrojů, která nemá charakter vkladů vlastníků (zejména kapitál získaný prostřednictvím emise kmenových a prioritních akcií). Interní zdroje při dlouhodobém financování jednoznačně převažují nad těmi externími a jejich podíl se pohybuje mezi 60 - 70 %. Interní zdroje můžeme členit na:

- odpisy
- nerozdělený zisk
- rezervní fondy

Odpisy jako interní finanční zdroj

Odpisy tvoří nejvýznamnější část interních zdrojů s celkovým podílem téměř 70 %. Odpisy pro podnik nejsou skutečným příjmem. Podstata spočívá v tom, že podnik při realizaci své produkce vykazuje tržby, od kterých se odečtou všechny náklady a stanoví se celková výše dosaženého zisku. Odpisy jako nákladová položka se tak negativním způsobem projeví na celkové výši zisku, avšak podnik ve skutečnosti nevynaložil peněžní výdaje na tyto náklady. Do doby obnovení majetku tak odpisy zůstávají v podniku jako disponibilní zdroje financování.⁵² Z pohledu firemních financí jsou tak odpisy důležitým zdrojem interního financování podniku.

Odpisy představují peněžní vyjádření postupného opotřebení dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku za určité období (1 rok). Odpisy by měly zachycovat opotřebení majetku, a to jak fyzické, tak i morální. Kumulativním součtem odpisů jsou oprávkové, jejichž hlavní funkcí je zabezpečit přenos pořizovací ceny dlouhodobého majetku do nákladů. Odečtením oprav od pořizovací ceny majetku získáme zůstatkovou cenu.

Z pohledu podniku mají odpisy jako finanční zdroj následující výhody:

- jedná se o stabilní zdroj – odpisy nejsou ovlivněny tolika proměnlivými faktory jako zisk nerozdělený zisk. Jejich objem je tak v čase relativně konstantní, na rozdíl od nerozděleného zisku, jehož výše může v jednotlivých letech kolísat.
- podnik má odpisy k dispozici také v případech, kdy nevytvořil žádný zisk a tržby pokrývají pouze úroveň nákladů.
- celková výše odpisů v daném období zůstává podnikům plně k dispozici.
- odpisy jsou levnějším zdrojem než nerozdělený zisk. Nákladem odpisů jsou průměrné náklady na kapitál, jelikož majetek, který je odepisován, byl v minulosti pořízen částečně z vlastních a částečně z cizích zdrojů. Naproti tomu nákladem nerozděleného zisku jsou náklady na vlastní kapitál, které jsou vyšší.
- daňová úspora – odpisy nepodléhají zdanění jako zisk. Odpisy jako daňově uznatelný náklad snižují daňovou povinnost podniku a přinášejí tak finanční úsporu, čímž pozitivně ovlivňují cash-flow podniku.

Nevýhodou odpisů je, že

- zpravidla nedostačují na plnohodnotnou obnovu majetku. Odpisy jsou obvykle stanovovány z pořizovacích cen. V inflačním prostředí to má za následek, že potřeba na obnovu majetku bude v budoucnu vyšší, než nahromaděné odpisy.

Pokud budeme porovnávat odpisy s externími finančními zdroji, můžeme konstatovat následující:⁵³

- nedochází ke zvyšování objemu závazků, nezvyšuje se tudíž finanční riziko firmy vyplývající z rostoucího zadlužení společnosti a rovněž nedochází ke zvyšování nákladů na využívání cizích zdrojů.
- jsou stabilním zdrojem, a přispívají tak k finanční stabilitě podniku.
- prostředky ze samofinancování nemají účelovou vazbu a mohou tak být použity k financování i vysoce rizikových investic, na které je problematické získat cizí zdroje.

⁵² KISLINGEROVÁ, E. a kol. *Manažerské finance*. Praha: C. H. Beck, 2007, str. 294.

⁵³ KISLINGEROVÁ, E. a kol. *Manažerské finance*. Praha: C. H. Beck, 2007, str. 299.

- nevznikají náklady na emisi cenných papírů a rovněž se nezvyšují počty akcionářů či věřitelů.
- náklady odpisů nejsou explicitně vyjadřovány, což může vést k tendenci, že zdroje nebudou využívány maximálně efektivně.

Nerozdělený zisk jako interní finanční zdroj

Nerozdělený zisk je druhým nejvýznamnějším interním zdrojem. Někdy se pro něj používá také označení „zadržena část zisku“. Financování z nerozděleného zisku označujeme jako samofinancování. Nerozdělený zisk můžeme charakterizovat jako část zisku, která nebyla použita na výplatu dividend a na tvorbu fondů za zisku.

Tvorbu nerozděleného zisku jako finančního zdroje můžeme znázornit následujícím způsobem:⁵⁴

zisk běžného roku před zdaněním

- **daň ze zisku**
- **příděl rezervnímu fondu ze zisku**
- příděly eventuálně jiným fondům ze zisku podle stanov a.s. (např. sociální fond)
- úhrada tantiém
- **výplata dividend či podílů na zisku**
- ostatní použití zisku (např. navýšení ZK, úhrada ztrát z minulých let)

= nerozdělený zisk běžného roku

+ nerozdělený zisk z minulých let (počátkem roku)

= nerozdělený zisk koncem roku

Celková výše zisku je dána především rozdílem tržeb za realizovanou produkci a objemem vynaložených nákladů. Porovnáním zisku s celkovým množstvím vloženého kapitálu si můžeme udělat obrázek o efektivitě podnikových činností.

Daňová povinnost negativně ovlivňuje celkovou výši nerozděleného zisku. Při dlouhodobém plánování je potřebný správný odhad možných změn daňových sazeb.

Rovněž vyplacené dividendy negativně působí na objem nerozděleného zisku. Rozhodování o výši dividend patří v podniku k zásadním finančním rozhodnutím, a proto o něm nerozhoduje management, ale akcionáři společnosti na valné hromadě. Podíl dividend na zisku po zdanění (označován jako „dividend payout“ či „výplatní poměr“) je soustavně sledován a plánován.

Můžeme rozlišovat tři základní typy dividendové politiky:

- *reziduální dividendová politika* – nerozdělený zisk se přednostně využívá k financování investic, které v podniku přinášejí vyšší než požadovanou míru výnosnosti. Výplatní poměr tedy záleží na investičních příležitostech firmy v daném období.
- *stabilní dividendová politika* zajišťuje stabilní výši dividend a mezi akcionáři patří k nejoblíbenějším. V období nízkých zisků výplatní poměr roste a analogicky v obdobích, kdy podnik vytváří vysoké zisky, výplatní poměr klesá.

⁵⁴ VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. Praha: Ekopress, 2006, str. 326.

- politika stálého dividendového podílu – výše dividend je přímo úměrně ovlivňována výší zisku daného roku. Tento typ dividendové politiky nebývá příliš využíván, protože výše vyplacených dividend kolísá v závislosti na dosaženém zisku.

Mezi výhody nerozděleného zisku jako finančního zdroje patří:

- snižuje zadluženost podniku a tím i finanční riziko firmy,
- přispívá k finanční stabilitě firmy (výplatu dividend akcionářům je možné odložit, případně dividendy nevyplatit. U cizích zdrojů nelze pozdržet platby úroků.),
- prostředky ze samofinancování nemají účelovou vazbu a mohou tak být použity k financování i vysoce rizikových investic, na které je problematické získat cizí zdroje.
- nezvyšuje počet akcionářů ani věřitelů,
- podniku nevznikají emisní náklady.

Mezi nevýhody nerozděleného zisku naopak patří:

- nerozdělený zisk není stabilním zdrojem (jeho výše v jednotlivých letech kolísá),
- nerozdělený zisk je drahým zdrojem. Náklady nerozděleného zisku jsou analogické nákladům vlastního kapitálu. Jedná se vlastně o náklady obětované příležitosti pro akcionáře.
- může u něho vznikat tendence, že zisk podnik tzv. nic nestojí, a zdroje nebudou využívány maximálně efektivně.

Stejně závěry jako u zhodnocení nerozděleného zisku můžeme učinit i u rezervních fondů jako interního zdroje financování, protože jsou vytvářeny ze zisku.

5.3 Externí zdroje financování

Externí zdroje jsou daleko rozmanitější než zdroje interní. Jejich výhodou je to, že umožňují přesněji reagovat na potřebné změny podnikového kapitálu a také pružnější a rozsáhlejší tvorbu podnikového kapitálu. Výše odpisů, rezervních fondů je daná, zisk je také těžké ovlivnit.

Nevýhodou externích zdrojů je, že mohou rozšiřovat počet věřitelů, akcionářů, společníků firmy, kteří si kladou různé podmínky, které omezují rozhodování podniku. V souvislosti s externími zdroji rostou náklady podniku (úrok, jiné finanční náklady, emisní náklady na emisi obligací a akcií atp.) a zvyšují se nároky na likviditu podniku.

Akcie jako externí finanční zdroj

Akcie můžeme charakterizovat jako majetkový cenný papír, který osvědčuje práva majitele na jeho vlastnický podíl na podnikovém kapitálu. Díky tomu se majitelé akcií (kmenových) podílejí na řízení společnosti, a to nepřímo hlasováním na valné hromadě. Akcionáři mají také právo na určitou část zisku ve formě dividendy. Při případné likvidaci podniku pak mají nárok na likvidační zůstatek. Mají také zpravidla přednostní právo na nákup akcií podniku v případě nové emise. Cílem předkupního práva je udržet původní vlastnický podíl stávajících akcionářů. Akcionář se ale nemůže podílet přímo na řízení firmy, ani nemůže vystupovat a jednat jménem firmy. Za hospodaření firmy odpovídá akcionář pouze do výše svého akciového podílu.

Členění akcií:

- podle převoditelnosti
 - **na jméno** - obchodovatelnost je složitější, zpravidla zde existuje povinnost při prodeji nabídnout akcii stávajícím akcionářům. Změna musí být zapsána jak na akcii, tak v seznamu akcionářů. Týká se zejména rodinných akciových firem.
 - **na majitele** - obchodovatelnost není omezena.
- podle určení ceny akcie
 - **akcie na pevnou peněžní částku** - je stanovena nominální cena akcie, která se může lišit od tržní.
 - **akcie podílové** - osvědčují akciový podíl na celkovém majetku firmy.

Z pohledu financování podniku je nejdůležitější členění akcií na:

- **kmenové akcie** - majitel kmenové akcie má právo účastnit se rozhodování na valné hromadě (hlasováním), tím pádem nese i veškerá rizika související s činností podniku. Za to má nárok na pobírání **plné (kmenové) dividendy**. Jejich výše je vyšší než výše prioritní dividendy. Zároveň je ale pohyblivá a závisí na výši dosaženého zisku. Tržní cena kmenových akcií je proto také daleko pohyblivější než u prioritních akcií. Kmenové akcie jsou zpravidla daleko snáze prodejné než prioritní akcie a obligace. V případě vyšší zadluženosti se emisí nových akcií snižuje zadluženost, zvyšuje se tím důvěryhodnost podniku a v konečném důsledku se snižují průměrné náklady na kapitál. Může to znamenat i větší úvěruschopnost podniku do budoucna. Akcie nevyžadují stálé platby jako je tomu u obligací nebo prioritních akcií.

Nevýhodou kmenových akcií je především to, že jsou drahým finančním zdrojem (kmenová dividenda je vysoká, a náklady na emisi jsou také nejvyšší). Navíc dividendy nejsou daňově odečitatelnou položkou. Kmenové akcie mohou znamenat rozšíření hlasovacího práva o nové akcionáře.

- **prioritní akcie** - jejich majitelé nemají hlasovací právo na valné hromadě, mají však přednostní právo na výplatu tzv. **prioritní dividendy**. Podnik má povinnost stálé výplaty prioritních dividend bez ohledu na výši dosaženého zisku. Pouze při ztrátě se dividendy nevyplácejí, ale jsou kumulovány do dalších let. Tržní cena prioritních akcií je velmi stabilní, zpravidla se dá říci, že se tržní cena nebude příliš odlišovat od nominální ceny. Prioritní akcie jsou někdy označovány jako tzv. **trvalé obligace**. Do prioritních akcií investují často penzijní fondy, životní pojišťovny a další institucionální investoři. Emise těchto akcií je uskutečněna pouze v případech, kdy podnik potřebuje navýšit akciový kapitál a z různých důvodů klesá zájem o kmenové akcie a tím i jejich tržní cena. Podíl prioritních akcií u nás nesmí přesáhnout 50% na základním kapitálu. Rozhodující část je tudíž upisována ve formě kmenových akcií. Výhodou akcií obecně je, že nejsou splatné, jsou tedy trvalým zdrojem pro podnik. Prioritní akcie umožňují navýšení základního kapitálu bez omezení vlivu na rozhodování, jsou celkově méně nákladné než kmenové akcie (dividenda je nižší, emisní náklady jsou nižší). Specifickou výhodou prioritních akcií je to, že výše dividend je stabilní (výhoda při růstu zisku společnosti). Může to být i nevýhodou, pokud zisk klesá. Někdy mohou být vypověditelné za stanovenou cenu, nebo případně může být nabídnuta převoditelnost prioritní akcie na akcii kmenovou.

Nevýhodou prioritních akcií je, že jsou nákladnější než obligace a úvěry, dividendy nejsou daňově odečitatelnou položkou. Nevýhodou může být i to, že při poklesu zisku musím vyplácet stejnou výši dividendy.

Z pohledu financování podniku je důležité, že akcie (ať už kmenové nebo prioritní) nemají žádné datum splatnosti, tzn. že jsou pro podnik trvalým finančním zdrojem.

Obligace jako externí finanční zdroj

Obligace můžeme charakterizovat jako dluhové cenné papíry (dlouhodobý úvěrový cenný papír), který vyjadřuje závazek emitenta vůči majiteli obligace (věřiteli), že mu ve stanovené době zaplatí nominální cenu obligace a v dohodnutých termínech mu bude vyplácet stanovený úrok. Obligace mají tedy pevně stanovenou splatnost (případně možnost převoditelnosti obligace na jiný cenný papír). Zpravidla je předem stanovena výše úroku jako odměny pro věřitele. Věřitel se nemůže podílet na řízení firmy.

Obligace můžeme členit podle emitenta:

- stát
- územní celky, obce
- banky
- podniky

Podle úroků:

- obligace s pevným úrokem
- obligace s proměnlivou úrokovou sazbou - v závislosti na mezibankovních úrokových sazbách (PRIBORu, EURIBORu, apod.)
- bezúročné obligace, diskontované obligace, kdy věřiteli není vyplácen úrok, ale liší se nominální cena při splatnosti obligace od ceny, kterou investor při nákupu obligace zaplatil emitentovi.

Výhodou obligací jako finančního zdroje je to, že akcionáři neztrácejí kontrolu nad činností podniku, úrok a současně další náklady jsou odpočitatelnou položkou pro účely zdanění, úrok vyplácený z obligací je nižší než je dividendy z prioritních či kmenových akcií, zpravidla také nižší než úroky z dlouhodobých úvěrů. Celkově jsou však obligace nákladově náročnější než úvěr (díky emisním nákladům). Spekulativní výhodou může být i to, že úrok je pevně stanoven, tzn. že platím stejně za každé situace. Výhodou je možnost pružné reakce na potřeby podnikového kapitálu. Týká se logicky pouze kvalitních (důvěryhodných) dlužníků. Výhodou je také možnost soustředit velký objem kapitálu (investorů je více a riziko se mezi ně rozkládá).

Mezi nevýhody obligací patří nutnost pevné splátky. Obligace mají dlouhou dobu splatnosti (6, 8, 10 i více let), během které se mohou výrazně změnit podmínky, za kterých emise proběhla. Emisí obligací výrazným způsobem stoupá zadluženost, a tím i finanční riziko (vzrůstají průměrné náklady na kapitál). S emisí obligací jsou spojené emisní náklady. Někdy si věřitelé mohou klást omezující podmínky (např. požadavek, aby nebyly vypláceny dividendy).

Dlouhodobé úvěry

Investiční úvěr

Investiční úvěr se ve většině případů sjednává jako střednědobý či dlouhodobý. Délka úvěru je sjednávána z důvodu zabezpečení likvidity klienta a možnosti rozložit splátky investice do delšího časového období tak, aby nenarušily běžné finanční toky podniku.

Úvěr lze čerpat jednorázově nebo postupně, a to formou přímých plateb na účet dodavatele, na základě předložených dokladů (faktur, kupních smluv apod.). Na běžný účet klienta se peníze převádějí jen ve výjimečných případech. Čerpání úvěru je omezeno maximálně do výše skutečně vynaložených nákladů na pořízení investičního majetku. Banky ovšem požadují také investování vlastních prostředků, obvykle alespoň ve výši 30% z plánované investice.

U investičního úvěru požaduje banka kvalitní zajištění, vzhledem k tomu, že je úvěr sjednáván jako střednědobý či dlouhodobý. Nejvhodnější zástavou je nemovitost, případně pořízované movité věci.

Hypotéční úvěr

Pokud firma chystá investici do nákupu, výstavby či rekonstrukce nemovitosti, nebo potřebuje vypořádat spoluvlastnický podíl k nemovitosti, vhodným produktem je hypotéční úvěr. Hypotéční úvěr je úvěr určený k investicím do nemovitostí, který musí být zajištěn zástavním právem k nemovitosti (i rozestavěné). Úvěr se nevyplácí klientovi najednou na běžný účet, ale postupně, podle toho jak pokračuje výstavba či rekonstrukce na základě dodavatelských faktur. Pouze práce, které jsou dlužníkem placeny prokazatelně v hotovosti, se mu poukazují ve prospěch běžného účtu. Banka sleduje, aby nebylo vyplaceno více, než bylo provedeno prací a také provádí u většiny staveb dohlídky přímo na místě stavby. Kontroluje při nich, zda je úvěr využíván ke sjednanému účelu, práce jsou prováděny kvalitně a stavba probíhá podle původního projektu, rozpočtu a harmonogramu.

V podstatě každý střednědobý nebo dlouhodobý úvěr s nemovitostní zástavou je v širším pojetí hypotéční úvěr. V tomto smyslu je tedy hypotéčním úvěrem půjčka zajištěná nemovitostí, poskytnutá právnické nebo fyzické osobě na základě úvěrové smlouvy. V naší praxi jsou tyto úvěry označovány jako nepravé hypotéční úvěry. Pravými hypotéčními úvěry jsou míněny úvěry podřízené právní úpravě a vyznačující se určitými vlastnostmi, např. nemovitost se musí nacházet na území České republiky, členského státu Evropské unie nebo jiného státu, tvořícího Evropský hospodářský prostor, po dobu platnosti úrokových podmínek platí u úvěru pevná úroková sazba s fixací na 1 rok až 10 let, atd.⁵⁵

Dodavatelské úvěry

Dodavatelský úvěr je obdobou obchodního úvěru, kdy splatnost je delší než jeden rok. Dodavatelské úvěry jsou nabízeny zpravidla v souvislosti s dodávkami velkých investičních celků, a podobně jako obchodní úvěry podporují odbyt dodavatelů. Výhodou dodavatele je zajištění odbytu investic, které jsou náročné na peněžní prostředky. Dodavatelský úvěr se tak stává nástrojem konkurenčního boje. Pro odběratele je výhodou, že nemusí mít k dispozici volné peněžní prostředky, nemusí žádat o bankovní úvěr, a do určité míry si kryje i riziko

⁵⁵ POLIDAR V. *Management bank a bankovních obchodů*. II. upravené vyd. Praha: Ekopress, 1999. s. 182 - 188.

dodávky (pokud by kvalita dodávky neodpovídala sjednaným podmínkám, je daleko snazší se domoci náhrady).

Leasingové financování

Pojem leasing pochází z anglického výrazu „lease“ znamenajícího pronájem, resp. smlouvu o pronájmu. Obecně vzato je leasing prostředkem umožňujícím za úplatu užívání věci či práv, které jsou ve vlastnictví jiného subjektu, a to na nezbytně dlouhou dobu.⁵⁶

Význam leasingu též vystihuje motto „pay as you earn“, tedy umožnění splácení práva užívat určitou věc časově později než v okamžiku pořízení, a zpravidla pak i splácení z výnosů, zajištěných z provozu předmětu leasingu. Jde v zásadě o určitou formu úvěrování se specifickými daňovými dopady, kdy k zajištění pohledávek věřitele slouží především vlastnické právo k předmětu leasingu. Typickou charakteristikou leasingové smlouvy je právo leasingového nájemce předmět užívat za úplatu po dobu trvání vlastnického práva leasingového pronajímatele k předmětu leasingu.

Leasing tedy představuje specifický, alternativní způsob financování investičních potřeb – poskytnutí předmětu leasingu do užívání za předem stanovených a smluvně potvrzených podmínek. Do této operace jsou zapojeny tři subjekty, a proto se můžeme setkat s výkladem leasingu jako třístranném vztahu, a to vzájemném vztahu poskytovatele leasingu (leasingové společnosti), leasingového nájemce (příjemce leasingu) a dodavatele (výrobce, či dovozce). Poskytovatel se při této operaci zavazuje poskytnout příjemci na určitou dobu do užívání předmět, ve většině případů dle výběru příjemce, který za tímto účelem pořídí od dodavatele do svého vlastnictví, a příjemce leasingu se zavazuje prostřednictvím leasingových splátek tyto pořizovací náklady poskytovateli zcela uhradit.

Leasing je možné členit podle několika hledisek. Základní členění je z pohledu majetkoprávních vztahů a uživatelských rizik na finanční leasing a leasing operativní.

Finanční leasing

Nejrozšířenějším způsobem financování na trhu v České republice je i po daňových změnách platných od 1. 1. 2008 nadále finanční leasing. Finanční leasing přináší klientovi, kromě práva na odkup předmětu po ukončení platnosti leasingové smlouvy za tzv. zůstatkovou hodnotu, další doplňkové služby (např. pojištění předmětu za výhodných podmínek). Vyřízení leasingu je snadnější a rychlejší, přičemž riziko inflace nese obvykle leasingová společnost, úroková sazba sjednaná na počátku smluvního vztahu je po celou dobu trvání smlouvy neměnná. Další výhodou jsou daňově uznatelné leasingové splátky, i když novela zákona s sebou přinesla určitá omezení. Tato forma financování však s sebou přináší značně omezená vlastnická práva k předmětu leasingu, ten je totiž po celou dobu pronájmu majetkem leasingové společnosti, přičemž riziko odcizení či totálního zničení (pokud není poskytnuta plná náhrada škody pojišťovnou) jsou přenášena na nájemce.

Operativní leasing

Dalším typem leasingu dle základního členění je leasing operativní. Vzhledem k tomu, že u tohoto produktu neexistují žádná časová omezení minimální délky trvání smlouvy, bývají smlouvy o operativním leasingu uzavírány ve většině případů na dobu kratší, než je minimální délka odepisování, resp. minimální délka financování prostřednictvím finančního leasingu. Právě z tohoto důvodu jsou využívány k financování krátkodobých či dokonce jednorázových

⁵⁶ VALOUCH, P. *Leasing v praxi, praktický průvodce*, 3. akt. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2008. s. 9.

projektů. Výhody tohoto nástroje financování spočívají především v tzv. full servisu, kdy leasingová společnost dodává předmět pronájmu, ale také širokou škálu služeb na určenou dobu. Předmět se po ukončení nájmu ve většině případů vrací zpět leasingové společnosti, která následně předmět dále pronajímá, resp. prodá ho na trhu.

Klientům je nabízena možnost náhrady předmětu leasingu novým, čímž si zajistí nadále vysoký standard svého vozového parku, či např. počítačového vybavení, a jeho plynulou a kvalitní funkci.

Nespornou výhodou operativního leasingu je optimalizace cash-flow. Klient hradí pravidelné splátky, které nejsou ovlivněné jednorázovými výkyvy za servis, pojištění (povinné ručení, havarijní pojištění a další doplňková pojištění, např. pojištění čelního skla), dálniční známky atd. Díky pravidelným splátkám a nulové akontaci může firma své volné prostředky využít k dalším investicím. Tento produkt s sebou přináší i poměrně malé požadavky na administrativu, veškeré služby jsou fakturovány najednou. Celé nájemné je daňově uznatelným nákladem.

Zpětný leasing

Opomenout však nelze ani leasing zpětný, tzv. nepřímý nebo také „sale and lease back“. Využívá se především k optimalizaci cash flow příjemce. Důvodem, proč zpětný leasing nepatří mezi základní leasingové operace je fakt, že může mít podobu jak operativního tak i finančního leasingu. Fyzická nebo právnická osoba, která je vlastníkem předmětu, nejprve prodá leasingové společnosti svůj majetek a ta jej na základě leasingové smlouvy poskytne do finančního či operativního pronájmu zpět původnímu majiteli. Původní majitel se tak stává leasingovým příjemcem a splácí leasingové společnosti předmět formou splátek. Předmět fyzicky neopustí své původní místo. Důvodem, proč tento produkt není masově rozšířen je fakt, že se zpravidla jedná o větší finanční objemy a leasingové společnosti musí takového žadatele pečlivěji hodnotit s ohledem na jeho bonitu, což dále zvyšuje náklady leasingové společnosti. V neposlední řadě je nutné zmínit fakt, že tuto formu často používají firmy, které se ocitly ve svízelné finanční situaci a řeší tak své problémy zejména s nedostatkem likvidity.

Mezi faktory ovlivňující ekonomickou efektivnost leasingu řadíme zejména:

- daňové aspekty,
- úrokové sazby,
- výše a průběh leasingových splátek,
- způsob odepisování,
- faktor času, vyjádřený diskontní sazbou.

Výhody leasingového financování:

- *nižší administrativní náročnost (méně podkladů, rychlost vyřízení)*
Vzhledem k faktu, že majitelem předmětu leasingu je po dobu trvání leasingové smlouvy leasingová společnost, bývá obvykle při financování leasingem vyžadováno méně podkladů, na základě kterých je prověřována bonita klienta. Současně i množství dokumentů, které klient podepisuje společně s uzavřením smlouvy je výrazně méně, a to převážně díky tomu, že leasingová společnost nevyžaduje zpravidla žádné další zajištění. Menší časová náročnost spočívá i v rychlejším prověření bonity klienta.
- *fixní výše leasingových splátek*
Leasingové splátky jsou zpravidla uzavírány jako fixní a úroková sazba, která je skryta v ceně leasingu je neměnná po celou dobu financování. U úvěru se úrokové sazby zpravidla přizpůsobují tržním sazbám. To v důsledku znamená, že v případě růstu

úrokových sazeb je úrokové riziko na straně pronajímatele, na rozdíl od bankovního ústavu, kde se riziko změny úrokové sazby přenáší na dlužníka.

- *poplatky*
Při financování formou leasingu nevyžaduje leasingová společnost žádné další poplatky. V případě úvěru klient hradí poplatek za zpracování úvěru (obvykle ve výši 1-1,5 % z výše úvěru) a poplatky za vedení úvěrového účtu.
- *doplňkové služby (havarijní pojištění, povinné ručení, pojištění čelního skla)*
- *snadnější dostupnost leasingu*
Snadnější dostupnost leasingu souvisí s několika faktory. Jedním z nich je možnost uzavřít leasingovou smlouvu přímo s prodejcem. Další faktorem, ve kterém spočívá výhoda snadnější dostupnosti leasingu je fakt, že v případě financování leasingem nevyžadují leasingové společnosti podnikatelskou historii a žádná další zajištění, kterými může být klient v případě financování úvěrem limitován.
- *žádné dodatečné zajištění*
Dostatečnou garancí návratnosti jsou pro leasingovou společnost majetková práva k předmětu leasingu v kombinaci s první navýšenou platbou, tzv. akontací.

Nevýhody leasingového financování

- *nájemce není vlastníkem předmětu*
Vlastníkem předmětu leasingu je po celou dobu trvání smlouvy leasingová společnost. V případě, že klient bude provádět technické zhodnocení či jakkoliv nakládat s předmětem leasingu ve smyslu převodu či prodeje, je nutné vyžádat si písemný souhlas pronajímatele.
- *rizika plynoucí z odcizení či totálního zničení*
Bez ohledu na to, že klient není vlastníkem předmětu, jsou na klienta u finančního leasingu převáděna veškerá rizika v případě odcizení či totálního zničení.
- *nemožná vypověditelnost leasingové smlouvy*
Smlouvy o finančním leasingu se uzavírají zpravidla jako nevypověditelné. Existují však výjimky v produktech leasingových společností. Úvěrová smlouva lze vypovědět kdykoliv, ovšem opět ve většině případů je daní za předčasné ukončení úvěru doplatek zbývající části úroků či poplatek ve výši určitého procenta k nesplacené výši jistiny.
- *v případě neschopnosti splácet riziko odebrání předmětu leasingu*

Forfaiting

Forfaiting je rovněž produktem, který umožňuje financování klientů, včetně krytí rizik spojených s poskytnutými dodavatelskými úvěry. Forfaiting je vhodný zejména pro firmy vyvážející rozsáhlejší celky, které potřebují finanční krytí z toho vyplývajících pohledávek, včetně jejich zajištění. Proto lze forfaiting uplatnit zejména ve strojírenství.

Forfaiting lze charakterizovat jako úplatné postoupení v budoucnu splatných pohledávek bez zpětného postihu dodavatele. Minimální splatnost postupované pohledávky je zpravidla 45 dní. Odkupované pohledávky musí být výhradně pohledávky zajištěné, většinou směnkou (vlastní, cizí) s bankovním avalem, dokumentárním akreditivem nebo platební bankovní zárukou.

S forfaitingem jsou pro dodavatele spojené určité náklady, které jsou dány cenou forfaitingu. Tato cena zahrnuje diskont (částka, kterou si forfaitér sráží z celkové výše pohledávky při jejím odkupu), závazkovou provizi (commitment fee, cena za blokaci pohotových finančních prostředků v době od sjednání forfaitingového kontraktu do skutečného odkoupení

pohledávky) a zpracovatelskou provizi (management fee, cena za zpracování forfaitingového obchodu, jejíž výše závisí na celkové složitosti případu).

Forfaiting klientovi umožní přenesení rizik (polických a komerčních) spojených se splacením postupované pohledávky a pokrýt příslušná rizika spojená s vývozem do ekonomicky či politicky nestabilních zemí, získat prostředky na poskytnutí dodavatelského úvěru a dodávat zboží či služby s odloženou splatností.⁵⁷

Shrnutí kapitoly

Protože investicí rozumíme rozsáhlejší kapitálový výdaj v delším časovém období, měli bychom v tomto kontextu chápat finanční rozhodnutí jako konkrétní návrh na zajištění dlouhodobého kapitálu, ze kterého bude konkrétní investiční projekt financován. Toto řešení by mělo být finančně stabilní v čase (nemělo by tedy podstatně zvyšovat stávající finanční riziko firmy) a mělo by být i optimální z hlediska nákladů na zdroje financování.

Finančnímu rozhodnutí podniku je třeba věnovat velkou pozornost i proto, že je jím ovlivněna budoucí kapitálová struktura podniku. Ta má svoji významnou roli při určování diskontní sazby pro výpočty jednotlivých metod hodnocení efektivnosti.

Finanční zdroje členíme podle jejich původu na zdroje interní, které jsou získávány vlastní provozní činností podniku (často se tento typ financování nazývá samofinancováním), a zdroje externí, které jsou získávány mimo podnik a jeho provozní činnost.

Externí zdroje tvoří svým objemem menší část celkové kapitálové struktury, avšak jsou nezastupitelné při zakládání podniku a umožňují pružněji reagovat na změnu potřeb financování. Rozmanitost a dostupnost externích zdrojů úzce koreluje s rozvinutostí finančního trhu konkrétní země.

Otázky k zamyšlení

1. Jakým způsobem členíme finanční zdroje podniku?
2. Charakterizujte interní zdroje podniku, a jaké jsou jejich výhody.
3. Jaké jsou přednosti odpisů ve srovnání s nerozděleným ziskem?
4. Charakterizujte externí zdroje podniku, a jaké jsou jejich výhody.
5. Porovnejte mezi sebou akcie a obligace jako externí zdroje financování.
6. Porovnejte mezi sebou dlouhodobé úvěry a leasing jako externí zdroje financování.
7. Vysvětlete podstatu forfaitingu.

Pojmy k zapamatování

- dlouhodobé financování,
- interní zdroje financování,
- externí zdroje financování,
- odpisy,
- dividendová politika,
- rezervní fondy,
- akcie,
- obligace,

⁵⁷ POLIDAR V. *Management bank a bankovních obchodů*. II. upravené vyd. Praha: Ekopress, 1999. s. 205 - 211.

- investiční úvěr,
- dodavatelský úvěr,
- finanční leasing,
- operativní leasing,
- forfaiting.

6 FINANČNÍ ŘÍZENÍ ZAHRANIČNÍ SMĚNY PODNIKU

Cíl kapitoly

Cílem této kapitoly je vysvětlit podstatu mezinárodních finančních vztahů z hlediska potřeb finančního řízení mikrosféry. Zaměříme se především na analýzu vlivu devizového kurzu a nástrojů finanční politiky v zahraniční směně na rozhodování exportérů a importérů, mechanismus fungování devizového trhu a možnosti využití devizových operací při řízení kurzových rizik v mikrosféře.

Časová zátěž

Studiu této kapitoly věnujte devátý a desátý týden semestru v celkovém rozsahu 10 hodin.

6.1 Úvod do problematiky

Volatilita (kolísání) devizových kurzů je pro firmy účastníci se zahraniční směny zdrojem nejistoty. Například vývozce si nemůže být jistý, jakou částku získá v domácí měně, protože od okamžiku prodeje k okamžiku inkasa a směny může dojít k významné změně devizového kurzu. Tato nejistota je faktorem, který omezuje rozvoj mezinárodních vztahů jak v oblasti zahraničního obchodu, tak v oblasti pohybu kapitálu. Volatilita devizových kurzů dlouhodobě roste. K podstatnému nárůstu volatility devizových kurzů došlo po rozpadu breton-woodského měnového systému (systému pevných kurzů). Od té doby (od počátku 70. let) volatilita kurzů průběžně narůstá. Společně s rozvojem mezinárodních ekonomických vztahů tak vznikají tlaky, které tento rozvoj omezují. S cílem minimalizovat rizika plynoucí ze změny devizových kurzů se postupně začaly využívat a rozvíjet devizové operace na devizových trzích, které přispívají k rozvoji mezinárodních ekonomických vztahů, a tedy i k dalšímu rozvoji devizového trhu a devizových obchodů.

6.2 Působení devizového kurzu na rozhodování exportérů a importérů

Rozhodování o zahraniční směně podniku ovlivňují nejen ceny dovozu a vývozu na zahraničních trzích, ale také výše a pohyb devizových kurzů, cla, finanční nástroje podporující vývoz, platební a úvěrové podmínky a další faktory.

V dalším výkladu se budeme zabývat nejdříve analýzou vlivu devizového kurzu a nástrojů finanční politiky v zahraniční směně na rozhodování exportních a importních podniků.

Každý kurzový pohyb se bezprostředně promítá do kalkulací vývozců a dovozců, čímž působí na jejich rozhodování o vývozu a dovozu a tím i na nabídku a poptávku deviz na devizovém trhu. Depreciace a apreciacie měny působí rozdílně na finanční rozhodování exportérů a importérů. Obecně platí, že zhodnocení kurzu domácí měny (její apreciacie) podporuje růst dovozu a přispívá k omezení vývozu. Naopak znehodnocení kurzu domácí měny (její depreciace) stimuluje vývoz a přispívá k omezení dovozu.

Depreciace domácí měny způsobuje, že cena domácího zboží se po přepočtu na zahraniční měnu snižuje, resp. tržby domácího exportéra v domácí měně se zvyšují v případě, že zahraniční cena zůstane na původní úrovni. Opačně působí depreciace na domácí importéry. Poptávka po importu se v důsledku depreciace omezuje, protože import se stává dražší, resp.

inkaso zahraničního exportéra v cizí měně bude nižší (což následně povede k omezení zahraniční importní nabídky, případně k jejímu zdražení).

Naopak **apreciace** domácí měny vede k tomu, že naše zboží bude v zahraničí po přepočtu na zahraniční měnu dražší (poptávka po něm se bude snižovat), resp. tržby domácího exportéra v domácí měně se sníží v případě, že zahraniční cena zůstane na původní úrovni (což povede k destimulaci exportéru). Opačně bude opět působit apreciace na domácí importéry. Poptávka po importu se v důsledku apreciace domácí měny zvýší, protože import se stává levnějším, resp. inkaso zahraničního exportéra v cizí měně bude vyšší, což bude podporovat jeho zájem o export, případně může vést ke snížení ceny zahraniční nabídky.

Obdobně jako apreciace a deprecie devizového kurzu působí na exportéry a importéry také revalvace a devalvace domácí měny v případě systému pevných devizových kurzů. **Politika devalvace** je obvykle prováděna za účelem podpory konkurenceschopnosti domácího exportu na zahraničních trzích. Při analýze vlivu devalvace v ekonomice je nutné rozlišovat účinky krátkodobé, střednědobé a dlouhodobé.

Krátkodobý efekt devalvace je založen na předpokladu, že ceny a mzdy se v krátkém období příliš nemění, přizpůsobují se pomalu. Ceny importu v domácí měně v důsledku devalvace rostou, ceny exportu vyjádřené v zahraniční měně naopak klesají. Oba tyto vlivy v importu i v exportu zvyšují mezinárodní konkurenceschopnost domácích výrobků. Přesto však počáteční dopad devalvace na zvýšení čistého exportu (export - import) může být pomalý. Jestliže se ceny exportovaného zboží nezmění a množství exportovaného zboží podstatněji nezvýší, pak důchody z exportu budou růst v krátkém období jen velmi pomalu. Na druhé straně množství importu se v krátkém období obvykle podstatněji nesníží, ale ceny importu v domácí měně vzrostou. Hodnota importu proto může v krátkém období vzrůst podstatně. V důsledku toho může devalvace vést v krátkém období k deficitu obchodní bilance, popř. může prohloubit existující deficit. V dlouhém období však zvýšení množství exportovaného zboží a omezení množství importu povede pravděpodobně ke zvýšení čistého exportu a k vytvoření přebytku obchodní bilance. Tento efekt devalvace je známý jako efekt J-křivky.

Střednědobý efekt devalvace závisí na velikosti domácí nabídky. Jestliže má ekonomika volné zdroje na výrobu dalšího zboží a může tak pokrýt vzestup agregátní poptávky, výroba se zvýší a nezaměstnanost klesne. Jestliže však ekonomika vyrábí při plné zaměstnanosti a plném vytížení kapacit, nemůže jako celek produkovat více zboží. Vyšší poptávka vyvolá rychlé zvýšení cen a mezd. Jestliže ceny a mzdy vzrostou ve stejné míře, v jaké byl devalvován devizový kurz, pak se reálný kurz a konkurenceschopnost vrátí na původní úroveň. Vyšší mezinárodní konkurenceschopnosti tak může být dosaženo jen v případě, kdy je devalvace doprovázena fiskální politikou, která zajistí, že např. v důsledku vyššího zdanění nebude docházet ke zvýšení agregátní poptávky. Tlaky na zvýšení domácích cen se v důsledku toho odstraní a kurz může ve středním období podporovat zvýšení konkurenceschopnosti domácích výrobků v zahraničí.

Dlouhodobý efekt devalvace může v domácí ekonomice působit pozitivně jen tehdy, jestliže devalvace vyvolá odpovídající změny v reálné ekonomice. Pokud nedojde k potřebné restrukturalizaci, nezvýší se investice do exportně výhodných odvětví atd., může devalvace v konečném důsledku vést ke zvýšení všech nominálních cen a mezd v souvislosti s vyššími cenami dovozu a všechny reálné veličiny zůstanou beze změny.

Zatím jsme uvažovali, jak ovlivní změny **nominálního kurzu** (kótovaného na trhu) export a import zboží. Do jaké míry se však skutečně změní konkurenceschopnost domácích výrobků na zahraničním trhu, nezávisí jen na změně nominálních kurzů, na apreciaci či depreciaci měny, ale také na tom, zda ceny v domácí ekonomice rostly rychleji nebo pomaleji než v zahraničí.

Mezinárodní konkurenceschopnost domácího exportu se měří pomocí **reálného kurzu** ER_R , který upravuje hodnotu nominálního kurzu v čase $t+1$ ER_{t+1} o vliv vývoje cenových hladin doma (P_D) a v zahraničí (P_Z) za uplynulé období t až $t+1$:

$$ER_R = ER_{t+1} \frac{(1 + P_Z)}{(1 + P_D)} .$$

Porovnáním reálného kurzu s běžným kurzem předchozího období ER_t můžeme zjistit, do jaké míry se změnila cenová konkurenceschopnost domácí ekonomiky vůči zahraničí. Jestliže dojde ke znehodnocení reálného kurzu, dojde ke snížení reálné kupní síly domácí měny v zahraničí a současně k růstu konkurenceschopnosti domácích výrobků. Naopak v případě zhodnocení reálného kurzu dojde ke zvýšení reálné kupní síly domácí měny v zahraničí a současně k poklesu konkurenceschopnosti domácích výrobků.

Vedle dynamiky vývoje nominálních a reálných kurzů je možné rovněž sledovat kurz odpovídající paritě kupní síly, který vyjadřuje výši nominálního kurzu, při kterém by reálný kurz zůstal po určité období stabilní. Mezi vývojem cenových hladin a vývojem devizového kurzu existuje vzájemná funkční závislost (nikoli pouze konstatovaná souvislost). Devizový kurz přitom dlouhodobě tenduje k paritě kupní síly.

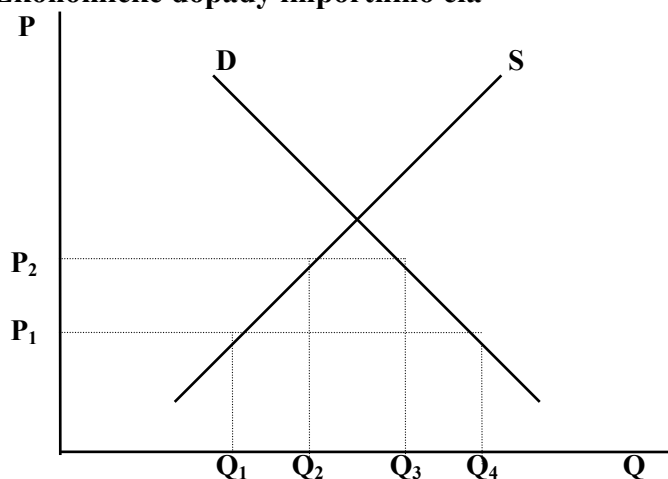
Poměr tržního kurzu a parity kupní síly vyjadřuje tzv. **koeficient ERDI** - Exchange Rate Deviation Index. Koeficient ERDI ukazuje, do jaké míry se nominální tržní kurz odchyluje od kurzu propočteného na bázi parity kupních sil. Tento index tedy udává, kolikrát je cenová hladina výrobního koše v porovnávané zemi vyšší než v domácí ekonomice a vypovídá tak o faktickém znehodnocení národní měny vůči příslušné zahraniční měně. Koeficient ERDI se stává jedním z předních moderních indikátorů kurzového vývoje a kurzové politiky. Jeho míra je dána hlavně vahou kapitálových faktorů devizového trhu, ale často i záměrnou kurzovou politikou centrální banky.

Závěrem je nutné zdůraznit, že intenzita vlivu devizového kurzu v mikrosféře je rozdílná podle toho, jaký systém devizového kurzu je u dané měny uplatňován. Jestliže se v ekonomice uplatňují relativně pevné kurzy (jak tomu bylo např. v České republice do začátku roku 1996), jsou podniky vystaveny menšímu kurzovému riziku. Rozšíření volně pohyblivých kursů vede k růstu devizových rizik v obchodních operacích i při umisťování kapitálu v zahraničí. I pouhé zavedení širších pásem oscilace kurzu (jako např. u kurzu české koruny v roce 1996) zvyšuje riziko, jemuž jsou podniky v souvislosti s importem a exportem zboží vystaveny. V důsledku toho dochází k růstu senzitivity devizových aktiv, pasiv a peněžních toků na pohyb devizových kurzů a současně vzrůstá význam operací a nástrojů, které se na devizových trzích používají ke krytí kurzových rizik.

Devizový kurz a finanční nástroje v zahraničním obchodě

Vliv devizového kurzu na chování podniku se prosazuje v komplexu určité cenové, měnové, devizové a finanční politiky. Poptávku po importu lze ovlivnit importními cly a dovozními kvótami, zatímco nabídku exportu exportními dotacemi nebo jinými formami finančních nástrojů určených k podpoře exportu. Tyto nástroje mohou podporovat vliv kurzových změn, mohou však také vliv devizového kurzu na vývozce a dovozce omezovat, popř. i eliminovat. Dopady zavedení importního cla na vývoj domácí poptávky a nabídky ukazuje obrázek č. 6.1.

Obrázek č. 6.1: Ekonomické dopady importního cla



Křivky D a S představují poptávku a nabídku na trhu zboží. Před zavedením importních cel nakupují domácí spotřebitelé určité zboží (např. televizory) v ceně P_1 . V podmínkách volného obchodu vyrábí domácí výrobci zboží v rozsahu Q_1 , poptávka spotřebitelů však při ceně P_1 dosahuje až k bodu Q_4 . Domácí produkce je proto doplňována importem v rozsahu Q_1Q_4 . Zavedením cla se cena televizoru na domácím trhu zvýší do P_2 . Clo má tendenci působit na zvýšení domácích cen. Zvýšení cen na domácím trhu podporuje zvýšení domácí produkce v rozsahu Q_1Q_2 a zároveň snížení domácí spotřeby v rozsahu Q_3Q_4 . Množství importu tak klesne z Q_1Q_4 na Q_2Q_3 .

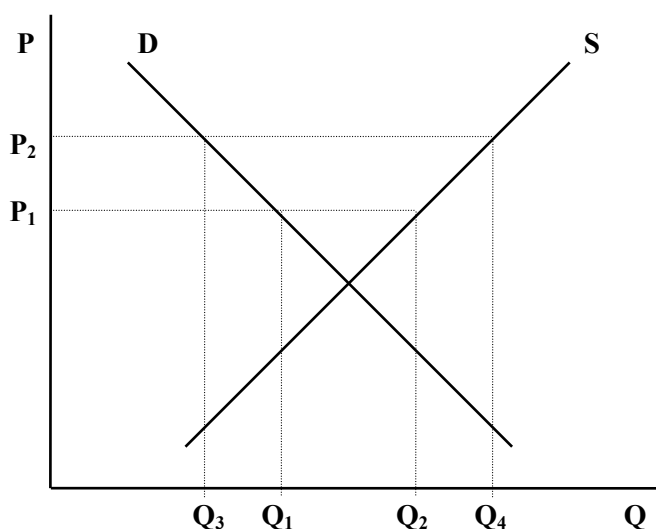
Pokud jde o účinky importních cel, jedná se o následující komplex, jehož jednotlivé směry působení jsou závislé na konkrétní realitě určité země v určitém čase: ochranářský, fiskální, redistribuční, důchodový, spotřební, účinek na platební bilanci a na reálné směnné relace. Ochrannářský, redistribuční a důchodový účinek se týká domácích výrobců zboží, které je clem zdraženo při dovozu. Jde o vliv dovozního cla na rozšíření domácí výroby (po zvýšení ceny na domácím trhu), na zvýšení konkurenční schopnosti domácích výrobců, zvýšení důchodů v daném odvětví. Spotřební účinek cla se projeví v poklesu domácí poptávky a spotřebě daného výrobku po zvýšení jeho domácí ceny. Fiskální účinek se promítne ve finančních příjmech státu, je závislý na objemu dovozu a výši cla. Účinek na reálné směnné relace vyplývá z tlaku na snížení dovozních cen (zahraniční exportér se snaží snížením ceny překonat rozdíl mezi domácí cenou a dovozním clem zvýšenou cenou dováženého výrobku). Účinek na platební bilanci se projeví omezením dovozu po jeho znevýhodnění clem, příp. i zlepšením konkurenční schopnosti domácího výrobce, který je současně exportérem (možnost zvýšení ceny na domácím trhu využije ke snížení exportní ceny, a tedy ke zlepšení své obytové situace v zahraničí; zde je ovšem nutno vážit velikost pružnosti vývozu).

Tlak na zavádění importních cel, resp. na jejich zvýšení, je vyšší zpravidla tehdy, kdy ekonomika pociťuje vyšší potřebu ochrany domácí výroby (např. v souvislosti s růstem nezaměstnanosti). Tendence k integraci naopak předpokládají volný trh zboží. Podobný dopad jako importní cla má i zavádění netarifních kvantitativních nástrojů omezování dovozu (dovozní kvóty), či omezení na bázi různých předpisů (zdravotních, ekologických, bezpečnostních, dopravně-spedičních aj.).

Proexportní orientace patří v tržních ekonomikách k důležitým rysům hospodářské politiky. Nástroje finanční politiky v oblasti vývozu mají různé formy. Zahrnují jak exportní dotace, včetně vývozních premií, tak i výhodnější úvěry pro exportéry, daňové úlevy, zvláštní formy pojištění vývozu a další.

Účinky exportních dotací v ekonomice jsou mnohostranné. Především ovlivňují domácí ceny a v této souvislosti mění vztahy mezi domácími výrobci a spotřebiteli (viz obrázek č. 4.2). V podmínkách volného obchodu a nenasycenosti zahraničního trhu existuje při ceně P_1 domácí spotřebitelská poptávka Q_1 , výroba Q_2 a export v rozsahu Q_1Q_2 . Po zavedení exportních dotací výrobci omezí nabídku na domácím trhu a export vzroste z Q_1Q_2 na Q_3Q_4 . V důsledku toho bude poptávka spotřebitelů na domácím trhu uspokojena jen do výše Q_3 při vyšší ceně P_2 , která bude zahrnovat zahraniční cenu plus exportní dotaci.

Obrázek č. 4.2: Ekonomické dopady exportní dotace



Přestože existuje řada argumentů proti podporování exportu formou dotací, neznamená to, že by státy za určitých okolností export finančními nástroji nepodporovaly. Systém státní podpory exportu se nemusí opírat pouze o dotace, pro něž je navíc obtížné stanovit vhodná kritéria, ale může využívat i další nástroje jako např.:

- a) subvencování části úrokových nákladů vyplývajících z vývozu na dlouhodobý úvěr a krytí přechodného nedostatku vlastních zdrojů domácím provozním úvěrem,
- b) odkup pohledávek vzniklých z vývozu na úvěr,
- c) převzetí části rizik z návratnosti zahraničních pohledávek státem, popř. i ve spolupráci se zahraničními, resp. nadnárodními institucemi (to se může týkat jak pojištění vývozních úvěrů proti komerčním rizikům, tak politickým rizikům i pojištění zahraničních investic),
- d) daňové úlevy u proexportně zaměřených výrobců, např. při určitém podílu vývozu na jejich celkové ekonomické činnosti atd.

Je tedy zřejmé, že devizový kurz je důležitým, nikoliv však jediným nástrojem, který ovlivňuje chování subjektů mikrosféry a jejich rozhodování o exportu a importu.

6.3 Devizový trh a jeho struktura

Devizový trh je možné definovat jako místo, na kterém se střetává poptávka po peněžních instrumentech denominovaných v jedné národní měně s nabídkou peněžních instrumentů denominovaných v jiné národní měně. Na devizovém trhu tedy dochází ke konverzi jedné měny do druhé.

Na devizový trh vstupují jednotlivé ekonomické subjekty, aby zde získaly prostředky nezbytné k zabezpečení mezinárodních plateb souvisejících se zahraniční směnou a pohybem

kapitálu. Motivem vstupu na devizový trh může být také snaha zajistit se proti kurzovým rizikům a snaha dosáhnout případného zisku z kurzových rozdílů. Devizového trhu se účastní rovněž oficiální státní instituce (většinou centrální banky), které se snaží regulovat poptávku a nabídku cizích měn podle záměrů své hospodářské (měnové) politiky.

Ve světové ekonomice v současné době již neexistují ekonomicky oddělené národní devizové trhy. Je možné hovořit pouze o trzích jednotlivých národních měn, případně geograficky oddělených národních trzích. K integračnímu procesu dříve ekonomicky oddělených národních devizových trhů přispěl především rozvoj volné směnitelnosti národních měn pro všechny finanční operace a všechny ekonomické subjekty a rovněž postupný rozvoj eurodolarového a euroměnového trhu.

Obchodování s předními světovými měnami tak není v dnešní době koncentrováno pouze na území své původní emise, ale je diverzifikováno po celém světě. Díky plně rozvinutému světovému trhu s devizami může kterákoliv domácí obchodní banka nakoupit americké dolary nejen od obchodních bank v USA, ale například u kterékoliv jiné obchodní banky tzv. přes ulici nebo také na opačné straně světa v Sydney. Stejně tak si na stejných místech může uložit své přebytečné dolary na termínované depozitum, případně chybějící vypůjčit.

Teritoriální rozmístění jednotlivých devizových trhů umožňuje nepřetržité obchodování 24 hodin denně. Nejvýznamnější devizové trhy se nacházejí v tradičních finančních centrech (Tokio, Frankfurt, Curych, Paříž, Londýn, New York, San Francisco), která jsou dále vhodně doplňována netradičními finančními centry (off - shore financial centers), jako například Nové Hebridy, Hong Kong, Singapur, Bahrajn, Bejrút a Panama. Možnost obchodovat s devizami celých 24 hodin denně se stává na druhou stranu nutností, protože banka dodržující pouze osmihodinový pracovní den by byla nutně vystavena kurzovému riziku.

Devizový trh není trhem úvěrovým, tzn. že na něm nevznikají mezi jednotlivými subjekty úvěrové vztahy, ale dochází pouze ke zmiňované konverzi jedné měny do druhé. Úvěry v cizích měnách je možné čerpat na mezinárodních finančních trzích, které je třeba od devizového trhu odlišovat. Uvedené odlišení má význam především z hlediska vykazování objemu operací. Zatímco na finančních trzích jsou objemy operací vykazovány jako stav k určitému okamžiku, na devizových trzích se vykazují jako obrat za určité období.

Devizové trhy prošly v posledních letech bouřlivým vývojem. Devizový obrat na světových devizových trzích několikanásobně převyšuje obrat zahraničního obchodu všech zemí světa. Některé údaje uvádějí, že např. na jednu obchodní transakci připadají tři až čtyři kapitálové transakce spojené se snahou o zajištění proti kurzovému riziku. Velká část operací má však spekulativní charakter. Dostupné odhady z roku 2011 ukazují, že průměrný denní obrat devizového trhu se pohybuje okolo 4 000 mld. USD. Dominantní pozici na devizovém trhu zaujímají termínové operace, zejména díky ohromnému nárůstu na počátku 90. let.

Organizační struktura a subjekty devizového trhu

Organizační struktura devizového trhu bývá často mylně spojována s fungováním devizové burzy. Devizové burzy však hrají významnější roli pouze v obchodování s měnovými deriváty typu opcí (options) a futures. Největší devizové burzy se nacházejí v tradičních finančních centrech jako Londýn, New York, Frankfurt, Tokio. V 90. letech se díky boomu v oblasti termínových obchodů a finančních derivátů dostávají do popředí i burzy dříve méně známé, jako např. Chicago Board of Exchange, Chicago Mercantile Exchange nebo Osaka Securities Exchange. V případě ostatních typů devizových operací mají burzy z hlediska celkového devizového obratu pouze symbolickou úlohu. Převažujícím způsobem obchodování na devizových trzích je neorganizovaný způsob, často nazývaný **over the counter** (OTC trh - trh

přes přepážku). Tento trh je jak z hlediska celkového objemu operací, tak z hlediska utváření devizového kurzu rozhodující.

Osou obchodování na neorganizovaném trhu jsou obchodní banky se svými dealingovými odděleními, které navzájem propojují maloobchodní a velkoobchodní devizový okruh (mezibankovní devizový trh). Na **maloobchodním trhu** vystupují především obchodní banky, které provádějí různé služby pro své klienty. Obchodní banky umožňují exportujícím podnikům směňovat jejich devizová aktiva do národní měny a naopak importujícím podnikům umožňují směnu národní měny do potřebného aktiva v cizí měně. Provádějí podle potřeb svých klientů jak operace promptní (s realizací kontraktu do dvou obchodních dnů), tak i termínové operace typu forward (kdy dochází k dodání nebo odkoupení devizy k předem sjednanému datu). Obchody se zde uskutečňují při kurzu kótovaném zvláště pro každou operaci. To umožňuje neustále obnovovat rovnováhu devizového trhu.

Na **mezibankovním trhu** vystupují dealeri obchodních a centrálních bank, kteří zde obchodují na svůj účet, resp. na účet obchodních a centrálních bank. Obchody mezi sebou uzavírají buď přímo, nebo prostřednictvím tzv. brokerů. Brokeři (makléři) zprostředkovávají operace mezi jednotlivými dealery. Brokeři tedy neobchodují na vlastní účet, ale za poplatek propojují jednotlivé dealery.

Účastníci devizového trhu

Hlavními účastníky devizového trhu jsou firmy (exportní a importní podniky), finanční instituce nebankovního charakteru, obchodní banky a centrální banky.

Firmy a finanční instituce nebankovního charakteru, jako jsou penzijní fondy, pojišťovny aj., vstupují na devizový trh z následujících důvodů:

- nákupu a prodeje zahraničních měn pro potřeby zajištění plateb souvisejících se zahraničním obchodem a zahraničními investicemi,
- zajištění devizových pohledávek a závazků proti kurzovému a úrokovému riziku,
- hledání optimální měnové struktury svých devizových účtů.

Tyto subjekty pro své operace většinou využívají služeb obchodních bank. Základním charakteristickým rysem jejich chování je snaha o zajištění svých devizových pohledávek a závazků proti pohybu devizových kurzů. Preference jistoty nutí podniky k hledání nerizikových uzavřených devizových pozic. **Devizovou pozici** podniku můžeme definovat jako určitý vztah jeho devizových aktiv a pasiv, přičemž určujícími charakteristikami jsou kvantitativní, měnová, úroková a časová struktura. **Uzavřená (flat) devizová pozice** nastává v situaci, kdy podnik není v čase vystaven rizikům vyplývajícím z pohybu devizového kurzu. To znamená za situace, kdy se jeho pohledávky a závazky v jednotlivých měnách shodují, pokud jde o kvantitativní výši, dobu splatnosti a způsob úročení. Přesto, že otevřená devizová pozice může být zdrojem dodatečného spekulativního zisku, převážná většina podniků dává přednost jistotě a snaží se proto o zajištění kurzových rizik. Zajištění může být provedeno prostřednictvím kurzových (měnových) doložek připojených přímo k obchodním smlouvám nebo prostřednictvím devizových operací.

Obchodní banky na devizovém trhu:

- poskytují služby svým klientům,
- provádějí různé typy devizových operací s cílem dosažení zisku z kurzových a úrokových rozdílů (devizová arbitráž a spekulace),

- hledají optimální strukturu svých devizových aktiv a pasiv z hlediska ziskovosti, jistoty a likvidity.

Charakteristickým rysem činnosti obchodních bank je neustálý pohyb v trojúhelníku cílů ziskovosti, jistoty a likvidity.

Centrální banka je instituce, která je zodpovědná nejen za vnitřní stabilitu měny, ale i za udržení stabilní hodnoty domácí měny vůči měnám zahraničním. Centrální banka proto vstupuje na devizový trh, aby svými intervencemi udržela devizový kurz domácí měny na úrovni, která je v souladu se záměry její kursové politiky.

6.4 Devizové operace na devizových trzích

Devizovými operacemi se nazývají prodeje a nákupy cizích měn, zejména pro zprostředkování obchodů se zbožím a službami a kapitálovými transakcemi. Jednotlivé subjekty provádějící devizové operace však mohou mít i jiné motivy. Může to být snaha dosáhnout zisku z kurzových rozdílů, případně zajistit se proti kurzovému pohybu.

Devizové operace z hlediska techniky jejich provádění

Devizové operace prováděné jednotlivými subjekty na devizovém trhu můžeme rozdělit podle doby jejich realizace na promptní a termínové.

Promptní operace jsou takové devizové operace, k jejichž realizaci dochází nejdéle do druhého pracovního dne po uzavření kontraktu. Tyto operace jsou prováděny při promptních kurzech zvaných spotové kurzy (spot rate).

Spotové kurzy mohou být kótovány dvojím způsobem, a to přímo nebo nepřímo. Při přímé kotaci (outright quotation) se kurz vyjadřuje jako počet domácích peněžních jednotek za jednu (100, 1 000) jednotku zahraniční měny. Při nepřímé kotaci je kurz vyjadřován jako počet zahraničních peněžních jednotek za jednu (100, 1 000) peněžní jednotku domácí měny.

Na mezibankovním devizovém trhu se kurzy kótují vždy jako kurz národních měn k USD. Kurz je tedy stanoven jako počet jednotek národní měny za 1 USD. Výjimkou je pouze anglická libra, u které se kurz vyjadřuje jako hodnota GBP v USD.

Termínové operace jsou takové devizové operace, k jejichž realizaci dochází v termínu předem dohodnutém při jejich uzavření. Patří mezi ně operace⁵⁸ forward, futures, opce a swapy. Tyto operace mohou být realizovány na volném trhu (forward, opce, swapy) nebo na devizové burze (opce, futures).

Forwardové kontrakty

Termínová operace typu forward je nestandardizovanou, mimoburzovní operací. Forward je operace, z níž pro kupujícího termínového kontraktu vyplývá závazek převzít a pro prodávajícího závazek dodat předem dohodnuté množství zahraniční měny v časovém termínu a kurzu dohodnutém při uzavírání transakce.

Termínové operace typu forward jsou uzavírány na volném trhu, např. prostřednictvím banky nebo mezi bankami, a mají tedy tu výhodu, že mohou být tzv. ušité na míru. Tato výhoda

⁵⁸ Operace typu forward, futures a swapy bývají označovány jako pevné devizové obchody, tzn. že obě smluvní strany se zavazují v budoucnosti konkrétní obchod v každém případě uskutečnit. Naproti tomu opce bývají označovány jako podmíněné devizové obchody, protože jejich plnění závisí nejen na dohodnutých podmínkách, ale i na vůli kupujícího.

však patří na druhé straně k podstatným nevýhodám forwardových operací. Individuální sjednávání kontraktu mezi dvěma stranami značně omezuje jeho likviditu, tzn. že není snadno obchodovatelný. Existuje totiž jen malá pravděpodobnost, že by bylo možné najít před termínem splatnosti kontraktu třetí stranu, která by kontrakt převzala, resp. dodala nebo odebrala sjednané množství měny v dohodnutém čase. Z toho také vyplývá, že četnost fyzického plnění kontraktů oběma smluvními stranami je pravidelná. Operace typu forward jsou prováděny při termínových kurzech nazývaných forwardové kurzy (forward rate, FR).

Kontrakty futures

Devizové operace futures patří mezi relativně mladé termínové operace. Jejich vznik souvisí s rozpadem bretton-woodského měnového systému v roce 1971, který ukončil etapu stabilních (pevných) devizových kurzů a malých pohybů úrokových sazeb. Zvýšení kurzových pohybů zvýšilo riziko a nejistotu účastníků devizových trhů a vyvolalo potřebu zajištění proti kurzovým pohybům. Devizové kontrakty futures jsou obchodovány pouze na burze a pouze ve vybraných měnách. U těchto operací platí pro kupujícího a prodávajícího stejné povinnosti jako u forwardových operací. Pro operace futures je charakteristické, že kupující kontraktu má povinnost převzít a prodávající má povinnost dodat danou měnu za cenu (kurz) stanovenou dnes na trhu futures. Výše kontraktu a doba splatnosti jsou standardizovány. Smyslem standardizace je zajistit větší nabídku a poptávku, a tím i větší likviditu trhu.

Opční kontrakty

Opce patří mezi nejstarší termínové operace. Původně byly využívány na komoditních trzích k zajištění proti poklesu cen (producenty), nebo jejich vzestupu (obchodníky). Postupně se tyto operace rozšířily i na cizí měny. Devizové opce mohou být kupní (call opce) nebo prodejní (put opce).

Kupujícímu (majiteli) dává kupní opce právo nákupu a prodejní opce právo prodeje určitého množství cizí měny za předem dohodnutou cenu (realizační cena). Prodávajícímu (vypisovateli) vzniká prodejem kupní opce povinnost prodat a prodejem prodejní opce povinnost koupit určité množství cizí měny za předem dohodnutou cenu. Vypisovatel může případně prodanou opci koupit zpět, a tak uzavřít svou pozici.

Majitel opce má tedy právo, nikoli však povinnost nakoupit (příp. prodat) sjednané množství cizí měny. Znamená to, že pokud se promptní kurz odvíjí jiným způsobem, než majitel předpokládal, nemusí opci realizovat. Pokud se promptní kurz odvíjí očekávaným způsobem, majitel opci realizuje. Majitel opce má tedy možnost opci využít, prodat a uzavřít tak svou pozici, nechat propadnout, tzn. že do stanoveného dne splatnosti neuplatní opční právo. Za toto své právo opci buď využít, anebo odstoupit od smlouvy a opci nechat propadnout, musí majitel opce zaplatit cenu, tzv. opční prémii.

Devizové opce mohou být obchodovány na burze nebo na bankovním trhu OTC (over the counter). U opcí obchodovaných na burzách jsou velikost kontraktu, cena a doba splatnosti standardizovány. Význam této standardizace spočívá v tom, že přispívá k větší likviditě trhu, tzn. že tyto opce jsou snadno obchodovatelné. Na opčních burzách se obchoduje pouze s vybranými měnami. Bankovní opce umožňují přizpůsobit výši kontraktu i dobu splatnosti požadavkům klienta. Jsou to opce šité na míru, které mohou znít na jakoukoli měnu. Banky pouze ve vztahu ke svým klientům stanovují minimální výši kontraktu (např. u ČSOB je spodní limit 3 mil. Kč). Bankovní opce nejsou obchodovatelné na burze.

Swapové kontrakty

Swapová operace je v podstatě kombinací promptní a termínové operace. Swap tedy zahrnuje dvě operace, které jsou uzavírány s jedním partnerem ve stejném čase. Jde o promptní nákup (prodej) jedné měny proti druhé měně a současně sjednání zpětného prodeje (nákupu) této měny proti měně původní k určitému termínu. Princip swapu spočívá v tom, že jde o současný nákup a prodej, přičemž jedna z těchto operací musí být forwardová.

Kotace kurzů u operací swap vychází z toho, že jde o propojení dvou operací, promptní a termínové. U promptní operace se bere aktuální spotový kurz a u termínové operace kurz forwardový.

6.5 Řízení kurzových rizik

Po rozpadu bretton-woodského měnového systému v 1. polovině 70. let se nejvýznamnější národní měny začaly pohybovat s relativní volností a vývoj jejich devizových kurzů závisí na působení poptávkových a nabídkových sil na devizovém trhu. Větší volatilita devizových kurzů má, jak už bylo uvedeno, dopad na firmy, které provádějí transakce s devizovými hodnotami, neboť jsou vystaveny riziku ztráty v důsledku pohybu devizových kurzů (devizovému, kurzovému riziku). Je proto přirozené, že firmy hledají způsob, jak devizové riziko eliminovat, neboli jak provádět hedging.

Devizová expozice a devizové riziko

Devizové riziko tedy vyplývá z nepříznivého vývoje devizových kurzů. Devizové riziko může způsobit ztráty a ohrozit tak finanční sílu firmy. Devizové riziko vzniká ze dvou důvodů, jednak nesouladu mezi aktivy a pasivy (jak rozvahovými, tak podrozvahovými) denominovanými v jednotlivých měnách, jednak nesouladu mezi příjmy a výdaji v jednotlivých měnách. Tomuto riziku jsou vystaveny všechny subjekty, které provádějí transakce s devizovými hodnotami, tzn. exportéři a importéři zboží a služeb, vývozci a dovozci kapitálu atd., a to tak dlouho, dokud nedojde k uzavření devizové pozice.

Devizové riziko má své krátkodobé a dlouhodobé aspekty. Mluvíme-li o kurzovém riziku, máme většinou na mysli potenciální ztráty vzniklé v důsledku krátkodobých kurzových výkyvů. Naproti tomu měnové riziko většinou souvisí s dlouhodobými trendy kurzového vývoje a se skutečností, že některé volně směnitelné měny se mohou dlouhodobě vůči ostatním měnám více či méně zhodnocovat či znehodnocovat, případně může být trh s nimi v nejméně příhodnou dobu málo likvidní.

Důležitou součástí finančního řízení podniku je proto sledování, do jaké míry jsou aktiva, pasiva a peněžní toky vyjádřené v domácí měně vystaveny pohybu devizových kurzů. Citlivost reálné hodnoty aktiv, pasiv a peněžních toků vyjádřených v domácí měně na změny devizového kurzu, zpravidla neočekávané, se označuje jako **devizová expozice** (foreign exchange exposure). Existují tři kategorie devizové expozice: transakční, translační a ekonomická.

Transakční devizová expozice vzniká vždy, když je kontrakt firmy vyjádřen v zahraniční měně. Vyplývá to z možnosti vlivu změny devizového kurzu na budoucí platbu nebo inkaso firmy, jestliže k takové změně dojde v období mezi podepsáním smlouvy na dodávku a inkasem nebo platbou za tuto dodávku. Zdrojem transakční devizové expozice jsou zejména transakce spojené s mezinárodním obchodem, domácí transakce vyjádřené v zahraniční měně, mezinárodní neobchodní transakce (tj. úhrady nebo inkasa spojená s převodem dividend, poplatků apod.) a kapitálové transakce v zahraničních měnách. Transakční riziko lze minimalizovat různými metodami, které budou popsány v následujícím textu.

Translační (účetní) devizová expozice představuje citlivost konsolidovaných finančních výkazů na neočekávaný pohyb devizových kurzů. Jde o případ, kdy domácí hodnota aktiv, pasiv nebo příjmů či výdajů denominovaných v cizích měnách se mění v důsledku změny devizových kurzů příslušných měn. Translační devizové expozici může být tedy vystavena jak konsolidovaná účetní rozvaha, tak i konsolidovaná výsledovka nadnárodních společností, které mají dceřiné společnosti se sídlem v zahraničí. Platí, že čím vyšší je podíl činností zabezpečovaných zahraničními dceřinými společnostmi, tím větší je také podíl položek v daném finančním výkaze, které jsou vystaveny translační devizové expozici.

Při přepočtu údajů účetní závěrky v zahraniční měně pro konsolidovanou účetní závěrku, která se sestavuje v národní měně mateřské společnosti, vzniká problém, kterým kurzem provádět přepočet jednotlivých položek tak, aby konsolidovaná závěrka spolehlivě odrážela majetkovou a výnosovou situaci celé nadnárodní společnosti. Tento problém není dosud v praxi jednoznačně vyřešen. V teorii existuje několik metod, které jsou založeny na použití kurzu platného k danému okamžiku sestavení účetních výkazů nebo k určitému výchozímu okamžiku (tzv. historický kurz), popř. na kombinaci obou typů kurzu podle charakteru účetních položek (např. historický kurz pro přepočet fixního majetku, kurz platný v daném okamžiku pro přepočet položek spojených s provozní činností). Současná praxe se přiklání k použití tzv. běžné metody opírající se o skutečně platný kurz v daném okamžiku.

Ekonomická devizová expozice představuje možnost změny budoucí hodnoty očekávaných peněžních toků vyjádřených v domácí měně v důsledku neočekávaných změn devizových kurzů. Ekonomická expozice tedy nemá žádnou souvislost se změnou kurzu v době mezi uzavřením a plněním kontraktu. Dotýká se změny budoucí hodnoty cash flow, která vzniká v důsledku neočekávaných kurzových změn. Při analýze ekonomické expozice je relevantní věnovat pozornost tomu, odkud pocházejí výrobní vstupy firmy a kam směřuje odbyt firmy, jaká je konkurenční schopnost firmy na domácím a zahraničním trhu, do jaké míry je poptávka citlivá na ceny a jak jsou vstupy i výstupy firmy oceňovány.

Mezi hlavní metody využívané při řízení ekonomické devizové expozice patří mezinárodní diverzifikace odbytu a výrobních vstupů a mezinárodní diverzifikace financování. V návaznosti na diverzifikované financování lze pak využít i tzv. metody „Leads and Legs“. Tato metoda je založena na praxi, kdy podniky urychlují splácení svých závazků v měnách, které mají tendenci ke zpevnění (leads), zatímco platby v měnách, které vykazují tendenci k oslabení, oddalují tak dlouho, jak je to jen možné (legs).

Hedging

Přirozenou ochranou proti devizovému riziku je udržování vyrovnaných devizových pozic na straně aktiv a pasiv jak v měnové, tak v časové struktuře tzv. přirozený hedging. Problém je však v tom, že obvykle se aktiva v dané měně nerovnájí pasivům, a to co do množství, doby splatnosti nebo úročení. To znamená, že se podnik nachází v otevřené devizové pozici a je tedy vystaven devizovému riziku. Transakce směřující k eliminaci devizového rizika nazýváme hedgingem.

Princip hedgingu tedy spočívá v neutralizaci výchozí pozice uskutečněním opačné operace na promptním či termínovém trhu. Tím dochází k uzavření devizové pozice a kompenzaci kurzového rizika. Proti kurzovému riziku je možné se zajišťovat úvěrovými a depozitními operacemi, forwardovými operacemi, futures, opcemi a swapy.

Zajištění pomocí úvěrové a depozitní operace

K zajištění otevřené devizové pozice je možné využít úrokových rozdílů u domácí a cizí měny uzavřením úvěrové a depozitní operace.

Zajištění pohledávky

Pohledávku v cizí měně splatnou k určitému termínu (t) může firma zajistit půjčkou v cizí měně při úrokové míře IR_Z . Termín návratnosti této půjčky je totožný s termínem splatnosti pohledávky. Vzhledem k tomu, že při splatnosti dlužné částky je nutné počítat i s úrokovou platbou, nebude výše půjčky odpovídat velikosti pohledávky, ale bude nižší. Můžeme ji vyjádřit takto:

$$\frac{\text{hodnota pohledávky}}{\left(1 + IR_Z * \frac{t}{100 * 360}\right)}$$

Tato půjčka je převedena na měnu domácí při spotovém kurzu ($SR_{D/Z}$) a uložena jako depozitum při domácí úrokové sazbě (IR_D).

$$\frac{\text{hodnota pohledávky}}{\left(1 + IR_Z * \frac{t}{100 * 360}\right)} * SR_{D/Z} * (1 + IR_D)$$

V den splatnosti je půjčka splacena z inkasované pohledávky.

Zajištění závazku

Při zajišťování závazku je postup obdobný. Proti závazku v cizí měně je nutné vytvořit v dané měně pohledávku se stejnou dobou splatnosti (t). Postup by tedy měl být následující:

Půjčka v domácí měně při domácí úrokové sazbě IR_D , a to v takové výši, která by po převodu na cizí měnu uloženou jako depozitum v zahraničí při úrokové sazbě IR_Z odpovídala hodnotě závazku. Výši této půjčky lze vyjádřit takto:

$$\frac{\text{hodnota závazku}}{\left(1 + IR_Z * \frac{t}{100 * 360}\right)} * SR_{D/Z}$$

Tato částka je převedena spotovým kurzem na cizí měnu. Cizí měna je pak uložena na dobu t jako depozitum v zahraničí při úrokové sazbě IR_Z . Toto depozitum je použito k uhrazení splatného závazku.

Zajištění pomocí operace typu forward

Při zajištění pomocí termínové operace typu forward jde o uzavření termínového kontraktu na nákup (prodej) cizí měny při forwardovém kurzu. Množství a termín dodání této měny musí odpovídat výši závazku (pohledávky).

Zajištění pomocí operace futures

Dalším způsobem zajištění zahraniční pohledávky (závazku) je využití burzovní operace futures. Zahraniční pohledávku (závazek) je možné zajistit prodejem, příp. nákupem kontraktu futures, a to v závislosti na tom, na jakou měnu pohledávka zní, neboť na trhu futures se obchoduje pouze s vybranými měnami. Výše kontraktů (lotů) a doba realizace jsou navíc standardizovány a často neodpovídají zajišťované operaci. V den splatnosti pohledávky (závazku) dojde k uzavření pozice na burze, tzn. k nákupu dříve prodaných kontraktů, příp. k prodeji dříve nakoupených kontraktů a clearingová ústředna vypořádá s klientem zisk, příp.

ztrátu z pohybu kurzu futures během tohoto období. Současně je pohledávka prodána na promptním trhu, příp. je na promptním trhu nakoupena zahraniční měna k úhradě závazku.

Zajištění pomocí opce

Zahraniční pohledávku (závazek) lze zajistit proti devizovému riziku i pomocí opce, a to jak bankovní, tak burzovní. Pohledávku lze zajistit nákupem prodejní opce, ze které vyplývá právo prodat dohodnuté množství cizí měny k určitému dohodnutému termínu při dohodnuté ceně. Závazek lze naopak zajistit nákupem kupní opce.

Zajištění pomocí swapu

Z podstaty swapu, který znamená nákup jedné měny proti druhé měně k jednomu datu splatnosti (na promptním trhu) při současném uzavření dohody o jejím zpětném prodeji (na termínovém trhu), vyplývá i jeho možné využití k zajištění. Tato operace je využívána tehdy, když subjekt potřebuje na přechodné období cizí měnu. Nakoupí ji při spotovém kurzu a hned ji termínově prodá za forwardový kurz. Rovněž v opačném případě, kdy daný subjekt potřebuje překlenout dočasný nedostatek domácí měny a má aktivum v měně cizí, může cizí měnu prodat na promptním trhu a současně uzavřít dohodu o jejím zpětném nákupu k pozdějšímu termínu.

Výhody a nevýhody jednotlivých způsobů zajištění

Při zajišťování pomocí úvěrové a depozitní operace je možné předem propočítat celkové náklady tohoto zajištění, a proto lze snadno porovnávat výhodnost tohoto zajištění se zajištěním pomocí forwardové operace. Z podstaty forwardového kurzu totiž vyplývá jeho závislost na spotovém kurzu a úrokových sazbách na domácí a zahraniční měnu. Na základě porovnání diskontu (prémie) s úrokovým diferencíalem lze pak určit, zda by bylo zajištění přes forwardovou operaci výhodnější než zajištění pomocí úvěrové a depozitní operace a naopak. Bude-li forwardový kurz větší než spotový kurz upravený o úrokový diferenciál, bude zajištění pohledávky forwardovou operací výhodnější než zajištění přes úvěrový trh. V případě, že forwardový kurz bude menší než spotový kurz upravený o úrokový diferenciál, bude výhodnější zajistit pohledávku přes úvěrový trh a závazek pomocí forwardové operace.

Forwardový kontrakt eliminuje riziko ztráty způsobené nepříznivým vývojem devizového kurzu tím, že fixuje budoucí devizový kurz na předem dohodnuté úrovni. Na druhé straně nevýhodou forwardů je, že v případě příznivého vývoje devizového kurzu podnik nemůže získat dodatečný zisk. Dalším problémem forwardových operací je, že zahrnují poměrně velké úrokové riziko. To se týká obzvláště bank, které u forwardového kontraktu zpravidla stojí na straně prodávajícího. Pokud firma odmítne splnit svoje závazky, tzn. nakoupit danou měnu za předem dohodnutý kurz, pak banka neobdrží svůj zisk. Aby se banka proti vzniku takové situace zabezpečila, tak zpravidla prodá forwardový kontrakt pouze pod podmínkou, že je oprávněna snížit podniku výši úvěrové linky, kterou má s bankou sjednanou, o hodnotu forwardového kontraktu. V případě, že podnik s bankou nemá dojednanou úvěrovou linku, může od něj banka požadovat složení zálohy ve výši 5 % hodnoty forwardového kontraktu, která slouží jako záruka.

Zajištění pomocí futures je výhodnější než zajištění pomocí forwardů zejména v situaci, kdy podnik nezná přesný termín úhrady. Futures jsou velice flexibilní, podnik může zajistit svoje riziko až do doby úhrady a potom z kontraktu vystoupit.

Naproti tomu nevýhodou futures je, že neumožňují podnikům dokonale zajistit svá rizika. Množství zahraniční měny, které by chtěl podnik zajistit, zpravidla neodpovídá množství, které lze zajistit pomocí kontraktů futures. Například podnik, který potřebuje zajistit 20 mil. jenů, se bude muset zajistit nákupem 2 kontraktů futures znějících na 25 mil. jenů, protože

velikost kontraktů futures je standardizovaná a minimální výše kontraktu tzv. lot činí 12,5 mil. jenů. Nevýhodou futures stejně jako forwardů je, že podniku neumožňují profitovat z příznivého vývoje devizového kurzu.

Zajištění s využitím opcí má tři základní výhody. Za prvé, opce umožňuje profitovat z příznivého vývoje devizového kurzu, i když za tuto výhodu musí podnik zaplatit v podobě opční prémie. Za druhé, termín úhrady nemusí být předem znám. Za třetí, protože jsou opce obchodovány i mimoburzovně tzv. přes přepážku, má podnik možnost zajistit se pomocí opce „šité na míru“ jeho potřebám, tedy co do množství zahraniční měny a termínu splatnosti.

Nevýhodou této formy zajištění je na druhé straně to, že je nákladnější, neboť její využití je spojeno s povinností zaplatit opční prémie.

Shrnutí kapitoly

Rozhodování o zahraniční směně podniku ovlivňují nejen ceny dovozu a vývozu na zahraničních trzích, ale také výše a pohyb devizových kurzů, cla, finanční nástroje podporující vývoz, platební a úvěrové podmínky a další faktory.

Devizový trh je možné definovat jako místo, na kterém se střetává poptávka po peněžních instrumentech denominovaných v jedné národní měně s nabídkou peněžních instrumentů denominovaných v jiné národní měně. Na devizovém trhu tedy dochází ke konverzi jedné měny do druhé. Na devizový trh vstupují jednotlivé ekonomické subjekty, aby zde získaly prostředky nezbytné k zabezpečení mezinárodních plateb souvisejících se zahraniční směnou a pohybem kapitálu. Motivem vstupu na devizový trh může být také snaha zajistit se proti kurzovým rizikům a snaha dosáhnout případného zisku z kurzových pohybů. Devizového trhu se účastní rovněž oficiální státní instituce (většinou centrální banky), které se snaží regulovat poptávku a nabídku cizích měn podle záměrů své hospodářské (měnové) politiky.

Transakce směřující k eliminaci devizového rizika nazýváme hedgingem. Princip hedgingu spočívá v neutralizaci výchozí pozice uskutečněním opačné operace na promptním či termínovém trhu. Tím dochází k uzavření devizové pozice a kompenzaci kurzového rizika. Proti kurzovému riziku je možné se zajišťovat úvěrovými a depozitními operacemi, forwardovými operacemi, futures, opcemi a swapy.

Otázky k zamyšlení

1. Definujte devizový trh.
2. Jaké jsou hlavní motivy firem pro účast na obchodování na devizovém trhu?
3. Jakými způsoby můžeme členit devizové operace na devizových trzích?
4. Co je charakteristické pro termínové operace na devizových trzích, a jak je dále dělíme?
5. Vysvětlete podstatu hedgingu.

Pojmy k zapamatování

- devizový trh,
- nominální kurz,
- reálný kurz,
- OTC trh,
- devizová pozice,

- hedging,
- promptní operace,
- termínové operace,
- forwardové kontrakty,
- kontrakty futures,
- opční kontrakty,
- swapové kontrakty,
- devizové riziko.

SEZNAM LITERATURY

Monografie

- [1] BLAKE, D. *Analýza finančních trhů*. Praha: Grada Publishing, 1995. 624 s. ISBN 80-7169-201-8.
- [2] CIPRA, T. *Praktický průvodce finanční a pojistnou matematikou*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2005. 308 s. ISBN 80-86119-91-2.
- [3] DURČÁKOVÁ, J.; MANDEL, M. *Mezinárodní finance*. 4. vyd., Praha : Management Press, 2010. 494 s. ISBN 978-80-7261-221-5.
- [4] FREIBERG, F. *Bankovníctví*. Praha: Vydavatelství ČVUT, 2000. 181 s. ISBN 80-01-02106-8.
- [5] HRDÝ, M. *Hodnocení ekonomické efektivity investičních projektů EU*. 1. vyd. Praha: Aspi, 2006. 204 s. ISBN 80-7357-137-4.
- [6] JANKOVSKÁ, A.; SPONER, M. *Mezinárodní finance*. Brno: Masarykova univerzita, 1999. ISBN 80-210-2087-3.
- [7] JÍLEK, J. *Finanční rizika*. Praha: Grada, 2000. 635 s. ISBN 80-7169-579-3.
- [8] JÍLEK, J. *Finanční trhy*. Praha: Grada Publishing, 1997. 528 s. ISBN 80-7169-453-3.
- [9] JÍLEK, J. *Finanční trhy a investování*. Praha: Grada Publishing, 2009. 648 s. ISBN 80-247-1653-4.
- [10] JÍLEK, J. *Peníze a měnová politika*. Praha: Grada, 2004. 742 s. ISBN 80-24707-69-1.
- [11] KALABIS, Z. *Bankovní služby v praxi*. Brno: Computer Press, 2005. 148 s. ISBN 80-251-0882-1.
- [12] KALOUDA, F. *Základy firemních financí*. Brno: Masarykova univerzita, 2004. 105 s. ISBN 80-210-3584-6.
- [13] KISLINGEROVÁ, E. a kol. *Manažerské finance*. 2. přeprac. a dopl. vyd . Praha: C. H. Beck, 2007. 745 s. ISBN 978-80-7179-903-0.
- [14] KISLINGEROVÁ, E. *Oceňování podniku*. 2. přepracované a dopl. vydání. Praha: C.H.BECK, 2001, 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
- [15] MADURA, J. *International Financial Management*. 3. vyd., St. Paul: WPC, 1992. ISBN 0-314-86272-2.
- [16] MÁČE, M. *Finanční analýza investičních projektů, praktické příklady a použití*. 1. vyd. Praha: Grada Publishing, 2006. 80 s. ISBN 80-247-1557-0.
- [17] MAŘÍK, M. a kol. *Metody oceňování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress; 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3
- [18] MEJSTRÍK, M.; PEČENÁ, M.; TEPLÝ, P. *Základní principy bankovníctví*. Praha: Karolinum, 2008. 627 s. ISBN 80-246-1500-4.
- [19] MISHKIN, F. S.; EAKINS, S. G. *Financial markets and institutions*. 6th ed. Boston: Pearson Prentice Hall, 2009. 675 s. ISBN 9780321374219.
- [20] MUSÍLEK, P. *Finanční trhy a investiční bankovníctví*. Praha: ETC Publishing, 1999. 852 s. ISBN 80-86006-78-6.

- [21] PAVELKOVÁ, D.; KNÁPKOVÁ, A. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. Praha: Linde nakladatelství, 2005. ISBN 80-86131-63-7.
- [22] POLOUČEK, S. a kol. *Bankovníctví*. Praha: C.H. Beck, 2006. 716 s. ISBN 80-7179-462-7.
- [23] POLIDAR V. *Management bank a bankovních obchodů*. II. upravené vyd. Praha: Ekopress, 1999. 450 s. ISBN 80-86119-11-4.
- [24] REVENDA, Z. *Centrální bankovníctví*. 2. rozš. vyd. Praha: Management Press, 2001. 782 s. ISBN 80-7261-051-1.
- [25] REVENDA, Z. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. Praha: Management Press, 1996. 613 s. ISBN 80-8594-306-9.
- [26] REVENDA, Z. a kol. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 4. vyd. Praha: Management Press, 2005. 627 s. ISBN 80-7261-132-1.
- [27] SEDLÁČEK, J. *Základy finančního účetnictví*. Praha: Ekopress, 2005. ISBN 80-86119-95-5.
- [28] SUVOVÁ, H. *Finanční analýza v řízení podniku, v bance a na počítači*. 1. vyd. Praha: Bankovní institut, 1999. 622 s. ISBN 80-7265-027-0
- [29] SVOBODA, M. a kol. *Základy financí*. Brno: Masarykova univerzita, 2009. 195 s. ISBN 978-80-210-4976-5.
- [30] SYNEK, M a kol. *Podniková ekonomie*. 4. přeprac. a dopl. vyd. Praha: C. H. Beck, 2006. 473 s. ISBN 80-7179-892-4.
- [31] VALACH, J. *Finanční řízení podniku*. 2. vyd., Praha: Ekopress, 1999. 324 s. ISBN 80-86119-21-1.
- [32] VALACH, J. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. 2. přeprac. vyd. Praha: Ekopress, 2006. 324 s. ISBN 80-86929-01-9.
- [33] VALOUCH, P. *Leasing v praxi, praktický průvodce*, 3. akt. vyd. Praha: GRADA Publishing, 2008. 117 s. ISBN 978-80-247-2557-4

Internetové zdroje:

- [34] Burza cenných papírů Praha. Dostupné na: <<http://www.pse.cz/>>.
- [35] Česká národní banka. Dostupné na: <<http://www.cnb.cz/>>.
- [36] Český statistický úřad. Dostupné na: <<http://www.czso.cz/>>.
- [37] Evropská centrální banka. Dostupné na: <<http://www.ecb.int/home/html/index.en.html>>.
- [38] Finance.cz. Dostupné na: <<http://www.finance.cz/>>.
- [39] Ministerstvo financí České republiky. Dostupné na: <<http://www.mfcr.cz/>>.
- [40] Patria. Dostupné na: <<http://www.patria.cz/zpravodajstvi/home.html>>.
- [41] Peníze. Dostupné na: <<http://penize.org/>>.

Zákony

- [42] Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník v platném znění.
- [43] Zákon č. 21/1992 Sb., o bankách v platném znění.

- [44] Zákon č. 591/1992 Sb., o cenných papírech v platném znění.
- [45] Zákon č. 6/1993 Sb., o České národní bance v platném znění.
- [46] Zákon č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu v platném znění.