

## K některým otevřeným otázkám teorie podnikových financí

Josef Valach <sup>1</sup>

### Abstrakt

Hlavním finančním cílem podnikání není účetně vykazovaný zisk, ani jeho různé modifikace, ale tržní hodnota firmy (tržní cena akcie).

Finanční zdroje podniku je třeba chápat širěji než jen jako souhrn různých pasiv v bilanci podniku.

Odpisy nejsou jen přesunem úvodní ceny dlouhodobých aktiv do nákladů. Jsou zároveň výrazným interním finančním zdrojem, sloužícím k obnově velké části dlouhodobého majetku.

Náklady odpisů, jako zdroje financování podnikového majetku jsou determinovány průměrnými náklady kapitálu podniku.

Základní tendence ve financování investic nefinančních korporací se projevuje v rozhodujícím podílu interních zdrojů financování na celkových kapitálových výdajích a v rozhodujícím podílu odpisů na interních zdrojích financování.

Ve svém příspěvku se chci věnovat několika vybraným problémům z dlouhodobého finančního managementu, které jsou v české i zahraniční literatuře různě chápány a vysvětlovány a mohou vnášet rozpaky do řad jejich čtenářů. Často jde o odchýlný výklad některých finančních pojmů či ukazatelů, které spolu těsně souvisí v mikroekonomii, ve finančním řízení, finančním či manažerském účetnictví.

Soustředíme pozornost na tyto tři otázky:

- Pojetí finančních cílů podniku.
- Charakteristika finančních zdrojů podniku v účetnictví a financích podniku.
- Odpisy jako interní zdroj financování podniku a některé tendence ve vývoji financování dlouhodobého majetku.

### Klíčová slova

Finanční cíl podnikání. Finanční zdroje podniku. Odpisy jako finanční zdroj. Financování investic

## 1 Pojetí finančního cíle podnikání

Naprostá většina učebnic a publikací, zabývajících se mikroekonomií, zejména teorií chování výrobce považuje za základní cíl podnikání maximalizaci zisku<sup>2</sup>. Někteří autoři při tom zdůrazňují ještě další nuance: maximální zisk je cílem, ale nikoliv jediným<sup>3</sup>, nebo: kritériem cíle firmy není maximální zisk, ale přiměřený zisk<sup>4</sup>. Někdy se objeví i jakýsi duální přístup k formování cíle: na jedné straně je zdůrazňován zisk, jeho maximalizace, zároveň je

<sup>1</sup> Prof. Ing. Josef Valach, CSc., Vysoká škola ekonomická v Praze, KFOP

<sup>2</sup> Např.: „Cílem výrobce je maximalizovat zisk“ – Holman R., *Ekonomie*, C.H. Beck, Praha, str. 69  
„Dále předpokládáme, že naše dokonale konkurenční firma maximalizuje zisk“ - P.A. Samuelson a W.D. Nordhaus, *Ekonomie*, Svoboda, Praha 1991, str. 540.

<sup>3</sup> Zisk je cílem a podmínkou veškerého podnikání, ne však jediným ... Převažujícím kritériem rozhodování v podnikovém hospodaření je maximalizace zisku“ - Synek M. a kol., *Manažerská ekonomika*, Grada Publishing, Praha 2000, str. 129

<sup>4</sup> Kučera J. „Moderní teorie firmy“, Grada Publishing, Praha 2000, str. 28

jako základní cíl podnikání uváděna maximalizace tržní hodnoty firmy<sup>5</sup>. V poslední významné české učebnici mikroekonomie se můžeme setkat s konstatováním, že cílem firmy je maximalizace zisku, což jinak vyjádřeno je vlastně maximalizace tržní hodnoty firmy<sup>6</sup>.

Teorie finančního managementu se většinou k tezi, že zisk (event. jeho různé varianty) představuje základní cíl podnikatelské činnosti, staví dosti kriticky. Naprostá většina publikací, zejména z anglofonní oblasti, jednoznačně zdůrazňují, že základním finančním cílem podnikání je maximalizace tržní hodnoty firmy (tržní ceny akcie)<sup>7</sup>. Z této výchozí teze vycházejí i všechny významné české a slovenské publikace o finančním řízení a rozhodování<sup>8</sup>.

Proč zdůrazňujeme jako hlavní cíl podnikání růst tržní hodnoty firmy a nikoliv účetní zisk?

Účetní zisk, vykazovaný podnikem jako rozdíl mezi náklady a výnosy, je nesporně významným ukazatelem, jehož růst podstatným způsobem přispívá k růstu tržní hodnoty firmy a k zajišťování její platební schopnosti.

Na druhé straně si musíme být vědomi jeho některých omezení, která brání tomu, abychom v něm viděli hlavní finanční cíl podnikání.

- a) Vykazovaný účetní zisk je „údaj minulosti“; vyjadřuje efekt a koncepci řízení z minulosti. Majitele a budoucí investory (akcionáře však zajímá především budoucnost, budoucí záměry. Za reálné, budoucí očekávané efektivní záměry jsou ochotni i více zaplatit v podobě vyšší tržní ceny akcie. Akciové kurzy jen méně zajímá minulý vývoj zisků podniku; především jsou determinovány budoucími očekávanými zisky. Na tom se dnes shoduje většina finančních analytiků, zabývajících se oceňováním akcií. Zdůrazňují však při tom, že očekávané vlivy společnosti jsou obtížně predikovatelné, ale jsou již zpravidla akciovým kurzem absorbovány.
- b) Vykazovaný účetní zisk svou povahou nezachycuje toky peněz – příjmy a výdaje - ale je odrazem vývoje výnosů a nákladů. Část výnosů i nákladů se v peněžních tocích může objevit až za dlouhou dobu, nebo vůbec ne. Pro finanční řízení a rozhodování podniku jsou však rozhodující toky peněz, nikoliv výnosy a náklady. Podnik vykazující sice vysoký zisk, ale utopený v nerealizovaných pohledávkách se bude dostávat do finančních potíží. Uzavřením celého koloběhu vloženého kapitálu je nikoliv tržba, výnos, ale příjem peněz na účtech peněžních prostředků.

<sup>5</sup> „Prvotním cílem podniku je maximalizace jeho budoucí hodnoty... Zisk je cílem a podnětem veškerého podnikání, ne však jediným“-Synek M. a kol., Manažerská ekonomika, Grada Publishing, Praha 2000, str. 14 a str. 129

<sup>6</sup> „Jeho (rozuměj podnikatele-pozn. Autora) cílem je maximální tržní hodnota firmy. To je jen jiný způsob vyjádření maximalizace zisku...“- Holman R., Mikroekonomie, C.H.Beck, Praha 2002, str. 156

<sup>7</sup> Fundamentální publikace světové teorie finančního řízení Brealey R.A., Myers S.C. „Teorie a praxe firemních financí“ vychází ze dvou tezí:

1. „každý akcionář chce být co nejbohatší, čili maximalizovat současné bohatství“
2. „bráno doslova, maximalizace zisku nepatří mezi cíle společnosti“-Citovaná publikace, Computer Press, Praha 2000, str. 26

Publikace obdobného významu, zaměřená na kapitálové plánování a investiční rozhodování, v závěru úvah o cílech firmy konstatuje „V této knize předpokládáme, že cílem firmy je maximalizace hodnoty firmy, která se přenáší do maximalizace ceny akcie“-Levy H., Sarnat M., Kapitálové investice a finanční rozhodování, Grada Publishing, Praha 1999, str. 40

<sup>8</sup> Zájmem vlastníků je, aby se co nejlépe plnil základní cíl podnikatelské činnosti: maximalizace zvyšování tržní hodnoty podniku, zvyšování jeho majetku“-Královič J., Vlachynský K., Finanční management Ekonomia, Bratislava 2002, Bratislava 2002, str. 13

„Základní i dílčí finanční cíl podnikání musí podnik respektovat i v oblasti investičního rozhodování. Musí vybírat projekty, které přispívají k růstu tržní hodnoty firmy...“- Valach J., Investiční rozhodování a dlouhodobé financování, Ekopress, Praha 2001, str. 34

- c) Účetní zisk může být silně ovlivňován volbou různých metod účtování, ohodnocování aktiv, tvorbou rezerv, odpisovou politikou, čehož může využívat management podniku k umělému zvyšování či snižování zisku podle jeho vnitřního zájmu. Konkrétních příkladů různorodých způsobů ovlivňování dosaženého zisku existuje u našich i zahraničních firem celá řada<sup>9</sup>.
- d) Vykazovaný zisk nezobrazuje stupeň rizika, s nímž ho bylo dosažené (např. při vysokém zadlužení) a nepromítá se v něm ani stupeň rizika, které na sebe bere podnik v budoucích investičních záměrech a investičních plánech.

Tržní hodnota firmy (akcie) uvedené problémy účetního zisku eliminuje:

- Je závislá jak na současných, tak i na budoucích ziscích a dividendových výnosech; neopírá se jen o účetní zisk.
- Diskontováním budoucích výnosů zohledňuje čas, ve kterém se očekávají (dřívější zisk je tedy posuzován příznivěji než zisk v následujících letech).
- Respektuje i riziko. Čím vyšší riziko investor očekává, tím vyšší požaduje rizikovou přírážku k základnímu, bezrizikovému očekávanému výnosu. To má za následek pokles tržní ceny akcie, tržní hodnoty firmy.

Tyto skutečnosti se odrážejí i v nejdůležitějších teoretických modelech, určujících vnitřní hodnotu akcie a tím i základ její tržní ceny.

Můžeme tedy konstatovat, že maximalizace tržní hodnoty akcie (firmy) lépe vyjadřuje – v podmínkách dlouhodobého strategického rozhodování s určitým stupněm nejistoty – základní finanční cíl podnikání, než maximalizace účetního zisku. Čím delší dobu se na očekávaný výnos musí čekat a s čím větším rizikem je spojován, tím menší bude tržní cena akcie a tržní hodnota firmy. Z uvedeného vyplývá, že maximalizace účetního zisku je vhodným cílem a kriteriem rozhodování v podmínkách krátkodobých a bezrizikových. Z dlouhodobého hlediska a s přihlédnutím k riziku je však rozhodující maximalizace tržní hodnoty firmy, tržní ceny akcie.

## 2 Charakteristika finančních zdrojů podniku v účetnictví a financích podniku

I když kategorie „finanční zdroje podniku“ je velice frekventovaným pojmem každé publikace o financích a finančním řízení a o účetnictví podniku, její vymezení bývá velice vágní a velmi různorodé.

V účetnictví se obvykle setkáváme s tím, že finanční zdroje jsou ztotožňovány s pojmem „pasiva“ nebo kapitál<sup>10</sup>. Mají se tedy jimi na mysli jednotlivé složky pasiv, zahrnující vlastní zdroje (základní kapitál, zisk, přijaté dotace) a zdroje cizí (dluhy v různých formách, rezervy).

V publikacích o financích podniku a finančním řízení se můžeme setkat s dvojím pojetím finančních zdrojů. V užším slova smyslu jsou finanční zdroje chápány identicky jako v účetnictví: jde o různorodé druhy pasiv v rozvaze podniku. V tomto užším slova smyslu nejsou tedy do finančních zdrojů podniku zahrnovány takové zdroje financování podnikových potřeb, jako je rozhodující část tržeb podniku sloužící k obnově pracovní síly, krátkodobého

<sup>9</sup> Tak např. telekomunikační gigant World Com zahrnoval do kapitálových výdajů platy, které platil jiným telefonickým společnostem za přenášení hovorů klientů World Com. Měl je zahrnovat do výdajů na provoz. Tím si neoprávněně zvyšoval zisk a ovlivňoval úspěšnost svého podnikání v r. 2001 asi o 3 mld. USD.

<sup>10</sup> „V širším smyslu se pojem „pasiva“ používá jako synonymum pojmu „zdroje“, jako krátké označení zdrojů vůbec (vlastních i cizích)“. Kovanicová D., Kovanic P. „Poklady skryté v účetnictví“, Praha, Polygon 1995, str. 19.

i dlouhodobého majetku. Mimo pozornost stojí i specifické zdroje financování, získané prostřednictvím leasingu.

V širším významu jsou finanční zdroje podniku ve finanční teorii chápány odlišně. Rozumí se jimi souhrn všech peněz, který podnik získá za určité období inkasem za své realizované výrobky, služby, event. za svůj nepeněžní majetek, dále růstem různých forem vlastního kapitálu, dluhů, výjimečně i nenávratných dotací. Za speciální finanční zdroj je nutné považovat i leasing<sup>11</sup>.

Základní rozdíl mezi užším a širším pojetím finančních zdrojů firem spočívá fakticky v tom, jak se chápou interní zdroje financování. Užší pojetí do nich zahrnuje jen zisk (event. zadržený zisk). Širší pojetí jimi rozumí celkové inkasované tržby podniku. Část těchto tržeb musí být použita k úhradě osobních výdajů (obnova pracovních sil), část k financování obnovy krátkodobého majetku (zásob, pohledávek apod.), část k financování obnovy dlouhodobého majetku (budov, zařízení, strojů), zbývající část k financování daňových závazků vůči státu, financování rozvoje podniku a nároků vlastníků za vložení kapitálu a podstoupené riziko podnikání.

Domníváme se, že zúžené pojetí interních finančních zdrojů podniku jen jako zisku (event. zadrženého zisku), které je někdy označováno za důchodové pojetí interních zdrojů, není teoreticky opodstatněné. Finanční řízení podniku se nemůže zaměřovat jen na zisk podniku a event. jeho rozdělení k různým účelům. Musí se soustavně zabývat celkovými tržbami podniku, jejich inkasem, použitím na obnovu pracovní síly, krátkodobého a dlouhodobého majetku. Jen podstatně menší část interních finančních zdrojů je používána k rozšiřování podnikového majetku; rozhodující část jde na obnovu majetku a pracovní síly. Nevidíme proto důvod část tržeb podniku (v podobě jeho zisku) do interních finančních zdrojů zahrnovat a zbývající – podstatnou část nikoliv. Praxe finančního řízení se přece neorientuje jen na dynamiku zisku a jeho rozdělení, ale i na běžnou schopnost podniku finančně být permanentně, krátkodobě či dlouhodobě se obnovující majetek a pracovní sílu v odpovídajícím rozsahu, struktuře a času. Praktické finanční plánování se nesoustřeďuje jen na plánování zisku firmy a jeho rozdělení. Dlouhodobě i krátkodobě se plánují celkové tržby, jejich inkasa, použití tržeb na osobní výdaje, obnovu zásob, pohledávek, na obnovu dlouhodobého majetku.

### **3 Odpisy jako interní zdroj financování a některé tendence ve vývoji financování dlouhodobého majetku**

Různé pojetí interních finančních zdrojů má svůj odraz i v charakteristice odpisů dlouhodobého majetku a v pojetí interních zdrojů financování dlouhodobého fixního majetku.

V účetnictví se naprostá většina autorů kloní k názoru, že odpisy dlouhodobého majetku představují přenesení původní ceny aktiv do provozních nákladů a odpisy nejsou zdrojem financování podnikových potřeb<sup>12</sup>. Odpisy nejsou hromadou peněz čekající na využití.

<sup>11</sup> S takovým pojetím finančních zdrojů podniku se setkáváme v publikacích autora tohoto příspěvku (např. Valach J. a kol.: „Finanční řízení podniku“, Ekopress, Praha 1999, str. 13). Zabývá se jím i poslední učebnice slovenských autorů Vlachynský K. a kol.: „Podnikové financie“, Úvaha, Bratislava 2002, str. 67. Analogicky chápe finanční zdroje i WÖHE G.: „Einführung in die Allgemeine Betriebswirtschaftslehre“, München, VFW, 1986, str. 661. Ve starší finanční literatuře byl jeho stoupencem Tuček M.: „Socialistické finance“, NPL, Praha 1965, str. 65.

<sup>12</sup> „Odpisy představují pouze alokaci původní ceny aktiv do období v nichž jsou tato aktiva užívána – nic víc a nic méně“. (Kovanicová D., Kovanic P.: „Poklady skryté v účetnictví“, díl III., Polygon, Praha 1996, str. 26). „Ztotožnění odpisů s finančním zdrojem je chybné .... Odpisy představují jen částku zadrženou (nezdaněnou) podnikem“ (Freiberg F. „Cash Flow – řízení likvidity podniku“, Management Press, Praha 1990, str. 138

Teorie i praxe finančního managementu se však k odpisům dlouhodobého majetku staví odchylně. Vedle toho, že odpisy chápe jako systematický způsob přenášení ceny dlouhodobého majetku do provozních nákladů (event. jako přibližné peněžní vyjádření opotřebeného dlouhodobého majetku) zdůrazňuje jejich význam úlohu jako interního zdroje financování<sup>13</sup>. V okamžiku inkasa za realizované výrobky a služby vždy představují peníze, které mohou být různě využity. Okamžitě nemusí být použity na obnovu dlouhodobého majetku a mohou být použity libovolně, neexistuje účelové financování podnikových potřeb. V dlouhodobém horizontu však dobře fungující podnik musí jinak vázané odpisy vrátit do obnovy (zpravidla částečně – v důsledku inflace) dlouhodobého majetku.

Domníváme se, že teoreticky ani prakticky neexistují proto žádné vážné důvody pro nezahrnování odpisů mezi interní zdroje financování potřeb podniku. To, že jsou nákladem, že vyjadřují přenesení původní ceny dlouhodobého majetku, nevylučuje skutečnost, že – protože nejsou zároveň výdajem – je třeba je chápat jako tu součást tržeb, která ve svém konečném důsledku představuje výrazný zdroj financování. Odpisy jako zdroj financování vystupují přirozeně jen tehdy jestliže firma generuje dostatečné tržby na pokrytí nákladů produkce.

I podnikový zisk charakterizujeme jednak jako rozdíl mezi tržbami a náklady, zároveň však nepochybujeme o tom, že je interním zdrojem financování. Rozdíl je jen v tom, že odpisy představují zdroj, který v konečném důsledku směřuje k obnovovacím investicím, zisk pak je novým finančním zdrojem, umožňujícím financovat rozvoj podniku – čisté investice. (Je dobré v této souvislosti si uvědomit, že tzv. obnovovací investice představují ve většině zemí rozhodující část hrubých investic – 60 až 70 %).

Odpisy jako výrazný, dokonce jako dominantní zdroj interního financování, plně potvrzují i statistické údaje o financování kapitálových výdajů nefinančních korporací. Interně generované zdroje (tj. odpisy a nerozdělený zisk) amerických nefinančních korporací v 90. letech minulého století tvořily 75-90 % všech zdrojů, používaných k financování investic těchto firem<sup>14</sup>. Podíl odpisů na těchto interních zdrojích se pohybuje mezi 70 – 90 %<sup>15</sup>. Také v ČR je podíl interních zdrojů a v rámci nich odpisů na financování investic nefinančních korporací rozhodující, i když poněkud menší. Podíl vlastních zdrojů (v ČR jde vlastně jen o interní vlastní zdroje, protože externí zdroje ve formě emisí akcií jsou minimální) se v roce

---

<sup>13</sup> „Odpisy jako nepeněžní náklad, nejsou výdajem, jsou naopak součástí celkových btto příjmů podniku v podobě inkasovaných tržeb. Spolu s inkasovaným ziskem tvoří obvykle (pod společným názvem „provozní peněžní tok“, nebo uvnitř vytvořená hotovost“, „interní generovaný fond“ dominantní zdroj krytí kapitálových požadavků firem na obnovu, event. rozšíření fixního majetku ve většině průmyslových zemí“ (Valach J. Investiční rozhodování a dlouhodobé financování“, Ekopress, Praha 2001, str. 304). „Odpisy jsou instrumentem k vyjádření poklesu hodnoty majetku.... A jsou také způsobem vytváření disponibilních finančních zdrojů ..... jsou zvláštní finanční kategorií – jsou nákladem i zdrojem“ (Pelc V. „Odpisy – strategie pro podnikatelskou praxi“, Grada, Praha 1998, str. 17)

„Mezi interní zdroje zahrnujeme zisk po zdanění, snížený o dividendy, odpisy z investičního majetku a .... (Vlachynský K a kol. „Podnikové finance, Úvaha, Bratislava, str. 69)

„K interním zdrojům řadíme zisk a odpisy“ (Kislingerová E. a kol. „Manažerské finance“, C.H. Beck, Praha 2005, str. 285.

„Interní vytvořené prostředky byly vypočítány přiřčením odpisů k nerozdělenému zisku. Odpis je nepeněžní náklad. Nerozdělený zisk proto podhodnocuje peněžní tok, který je k dispozici pro investice“. (Brealey M.A., Myers S.C. „Teorie a praxe firemních financí“, Computer Press, Praha 2000. str. 364.

<sup>14</sup> Brealey R.A.-Myers S.C. „Principles of Corporate finance“, Mc Braw Hill, New York 2003, str. 378

<sup>15</sup> Block B., Hirt ,A.: „Foundation of Financial management“, IRWIN, Boston 1994, str. 138

2000 pohyboval okolo 60 %. Při tehdejší nízké ziskovosti podniku lze kvalifikovaně odvodit, že dominantní úlohu zde hrály odpisy<sup>16</sup>.

Na základě všech výše uváděných teoretických argumentů i údajů z praxe o financování investic se domníváme, že odpisy je třeba chápat nejen jako způsob přenášení ceny dlouhodobého majetku do provozních nákladů, ale také jako výrazný interní finanční zdroj, který se podstatným způsobem podílí na financování dlouhodobého majetku.

Tuto skutečnost potvrzují i četné návrhy podnikatelské sféry v ČR preferovat v rámci hospodářské politiky státu vůči podnikatelskému sektoru růst odpisů před snižováním daní ze zisku. Také nahrazení dosavadních investičních odpočtů u nově nevybudovaného dlouhodobého majetku zvýšeným odpisem v 1. roce odpisování od r. 2005 posiluje úlohu odpisů ve financování potřeb podniku.

Jestliže ve výše uvedeném pojetí považujeme odpisy za finanční zdroj, vzniká přirozeně otázka, jak vymezit náklady na takový zdroj a jak ovlivňují tyto náklady průměrné náklady kapitálu.

Naprostá většina teoretických publikací o finančním řízení se touto otázkou vůbec nezabývá a nenajdeme v nich tedy žádnou odpověď. Do kalkulace průměrných nákladů kapitálu se prostě s „náklady odpisů“ neuvažuje, i když odpisy – jak jsme výše uváděli – tvoří dominantní část interního financování podnikových investic.

Je tento postup správný? Domníváme se, že ano, jen chybí logika zdůvodnění takového postupu.

Vycházíme z toho, že zdroje generované prostřednictvím odpisů jsou – za obvyklých situací – použity jako zdroj krytí kapitálových, investičních potřeb podniku. (Ne vždy to tak musí být; odpisy nemusí být přirozeně použity na obnovu aktiv, ale např. ke splácení dluhu nebo k rozdělení mezi akcionáře aj.). Zdroje generované prostřednictvím odpisů zobrazují vlastně návratnost dlouhodobého majetku (za určitých zjednodušených podmínek lze konstatovat, že návratnost investice do dlouhodobého majetku je vždy zajištěna prostřednictvím realizovaných odpisů). Dlouhodobý majetek, který je odepisován, byl financován v podstatě stávající strukturou zdrojů, stávajícím vlastním a cizím kapitálem, který má své průměrné náklady kapitálu. Je proto zdůvodnitelné za náklady odpisů jako finančního zdroje považovat průměrné náklady kapitálu podniku.

Jestliže přijmeme logiku toho zdůvodnění, není pak důvod zahrnovat odpisy do nákladů kapitálu. Pro účely kvantifikace nákladů kapitálu mohou být zdroje generované prostřednictvím odpisů ignorovány. Při vynakládání kapitálových výdajů však musíme u výdajů financovaných z odpisů požadovat stejnou výnosnost jako u výdajů financovaných jinými alternativními zdroji.

Podobné je to se zdroji podniku získanými event. prodejem majetku podniku. Jaké jsou jejich náklady kapitálu? Představují průměrné náklady kapitálu podniku, se kterými byl majetek získán, a nemusí být proto v propočtu průměrných nákladů kapitálu brány v úvahu.

V souvislosti s charakteristikou finančních zdrojů, interních zdrojů a odpisu podnikatelských subjektů je možné charakterizovat i celkové tendence ve financování podnikových investic, které se v ČR i v průmyslově vyspělých zemích poměrně jednoznačně projevují<sup>17</sup>.

<sup>16</sup> „Hrubé hmotné a nehmotné investice v ČR v roce 2000, ČSÚ 2002, str. 74-75. Statistické údaje o investicích a zdrojích jejich financování v ČR jsou velmi skoupé a poměrně málo podrobné a spolehlivé.

<sup>17</sup> Valach J. a kol. „Hodnocení efektivnosti investic a návrh koncepce jejich financování na podporu začlenění českého průmyslu do světové ekonomiky“ - Výzkumný projekt GA ČR – závěrečná zpráva, VŠE, KFOP, Praha 2003.

1. Jako rozhodující zdroj financování investic nefinančních korporací vystupují ve většině zemí interní zdroje, zahrnující nerozdělený zisk a odpisy. Jejich podíl vysoce překračuje 50 % objem investic; v USA se např. pohybuje mezi 75 – 90 %.
2. Rozhodujícím interním zdrojem financování jsou odpisy dlouhodobého majetku. V USA za poslední dvě desetiletí podíl odpisů kolísá okolo 70 % všech interních zdrojů, v ČR podíl odpisů tvoří více než 58 % interních zdrojů.
3. Třetí tendence se týká externích zdrojů financování investic. V tomto případě je zřetelný rozdíl mezi USA a evropskými zeměmi. Zatím co v USA jako externí zdroje financování investic vystupují podnikové akcie a obligace různého typu, v Evropě a Japonsku jsou to dlouhodobé bankovní úvěry. Také v ČR je zcela dominantní externí zdroj financování hmotných a nehmotných investic u nefinančních podniků bankovní úvěr. V roce 2000 se podílel na financování investic více než 22 %, zatím co emise cenných papírů (jde převážně jen o obligace) jen 2x.
4. Velice dynamicky se v posledních letech rozvinulo leasingové financování investic, zejména dopravních prostředků. Pro poslední léta se odhaduje, že na investicích do strojů, zařízení a dopravních prostředků se leasing v USA, Evropě i ČR podílí více než 30 %.  
V tomto směru předstihla ČR řadu vyspělých trhů v západní Evropě a je plně srovnatelná s průměrem průmyslově vyspělých zemí.

## Literature

- [1] KRALOVIČ J., VLACHYNSKÝ K.: Financial Management, Bratislava 2002
- [2] BREALEY R.A., MYERS S.C.: Principles of Corporate Finance, New York 2003
- [3] VALACH J.: Investment Decision and and Long-term Financing, Praha 2001

## Summary

### **Some general problems of financial corporate theory.**

The chief firm's goal is not accounting profit and its different modifications but market value.

Firm's financial resources have to be interpreted more widely than only the sum of different liabilities at balance sheet.

Depreciation is not only the transfer of purchase price to the cost. It is also expressive internal financial resource for financing the recovery of fixed assets.

The cost of depreciation is determined by firm's average cost.

The basic tendency of financing nonfinancial corporations is manifested in decisive role of internal resources at financing of investment and also in decisive role of depreciation at internal resources.