

Optimizing of the Capital Structure of the Concrete Firm from the Theoretical and Practical Point of View

Optimalizace kapitálové struktury konkrétního podniku z hlediska teoretického i praktického

Milan Hrdý¹

Abstract

The aim of this contribution is to analyze if does the debt policy matter in concrete firm. The contribution is based on a basic analysis of single theories and their possible usage in the process of concrete optimizing. The firm has to decide firstly if to start the process of active optimizing or if it is satisfied with the observance of branch standards or it is satisfied with the compliance of the pecking order theory. The firm could use both theories stipulating the concrete empirical value of indebtedness, i.e. traditional theory and theory of spouses Neumaier's, and choose the value which better fulfill the further aspects such as for example dimension of Brealey-Myers theory. The optimizing structure is not possible to identify, but only to estimate because of the different approaches to the solution of the application problems of single theories. The optimal capital structure will vary because of the subjective approach to the process of optimizing.

Key words

Capital structure; Optimizing; Concrete Firm

JEL Classification: G30

1. Základní identifikace problému, cíle a metody příspěvku

Optimalizace kapitálové struktury konkrétního podniku představuje věčné téma vybízející k rozsáhlé diskusi a rozsáhlým výzkumům, přičemž se jedná o nikoliv nepodstatnou oblast finančního řízení podniku, neboť způsob financování podnikových aktivit může velmi významným způsobem ovlivnit prosperitu podniku a hlavní finanční cíl podnikání představovaný maximalizací tržní hodnoty firmy, i když pochopitelně ne v takovém rozsahu, v jakém může tento klíčový cíl ovlivnit dobré či špatné investiční rozhodnutí či strategie restrukturalizace či reorganizace. Význam optimální kapitálové struktury podniku spočívá mimo jiné také v tom, že se od ní odvíjí i úroková míra pro diskontování budoucích peněžních toků v oblasti investičního rozhodování, přičemž se předpokládá přibližně stejné riziko a stejná struktura kapitálu financované investice jako je tomu u dosavadního podnikání. Pokud není struktura podnikového kapitálu optimalizována, pak může být významným způsobem

¹ Doc. Ing. Milan Hrdý, Ph.D., vedoucí Katedry financí a účetnictví SVŠE Znojmo; samostatný vědecký pracovník Fakulty financí a účetnictví VŠE Praha, mail: hrdy@svse.cz. Příspěvek byl zpracován v rámci projektu interního grantového systému SVŠE Znojmo s názvem „Aktuální finanční, účetní a daňové problémy podnikové činnosti v ČR a jejich možná řešení.“

ovlivněno vlastní hodnocení ekonomické efektivity příslušné investice. Ještě významnější roli hraje optimální kapitálová struktura podniku a od ní odvozené průměrné náklady kapitálu při oceňování podniku výnosovými metodami, které mohou nejen výrazně ovlivnit stanovení tržní hodnoty podniku, jakožto vyjednávací ceny pro jeho koupi či prodej, ale také může hrát klíčovou roli při soudních sporech např. při oceňování podílů při vytěšňování minoritních akcionářů apod. Průměrné náklady kapitálu podniku jsou také východiskem pro posuzování optimální výše kapitálových výdajů podniku. Pokud budou průměrné náklady kapitálu podhodnoceny, může to vést k přijetí projektů, které nejsou tak efektivní a naopak, v případě jejich nadhodnocení, mohou být odmítány i dobré projekty. Není tedy sporu o tom, že optimalizace kapitálové struktury konkrétního podniku hraje důležitou roli. Je však třeba se nyní zamyslet nad tím, zda existuje dostatečný teoreticky jednoznačný vymezený potenciál, k provádění této vlastní optimalizace v konkrétním podniku a zda je možné bez větších problémů tento teoretický potenciál aplikovat v praxi. Cílem tohoto příspěvku je tedy zamyšlení se nad otázkou, zda existuje právě tento dostatečný teoretický potenciál a návod, jak postupovat při provádění optimalizace a zda její praktická aplikace je v konkrétním podniku vůbec uskutečnitelná či zda narazíme na jen velmi obtížně překonatelné aplikační problémy. Je možné vyslovit hypotézu, že nebude možné jednoznačně identifikovat teoreticky správný postup optimalizace kapitálové struktury včetně stanovení optimálního dluhového poměru a také, že při praktické aplikaci teoretických poznatků narazíme na jen obtížně překonatelné aplikační problémy. I pokud bude tato hypotéza potvrzena, budou získané poznatky shrnuty do příslušných závěrů, včetně doporučeného postupu k provedení vlastní optimalizace při respektování identifikovaných omezujících podmínek. Základní použitou metodou při vlastním naplnění stanoveného cíle bude metoda hodnotícího popisu a analýzy s využitím teoretických i praktických poznatků, přičemž tento hodnotící popis a analýza by měly formulovat konkrétní poznatky, které pak budou syntetickou metodou shrnuty do příslušných závěrů včetně již zmiňovaného doporučeného postupu.

2. Stručný přehled jednotlivých teorií a základních determinant kapitálové struktury

V samém úvodu příspěvku je položena otázka, zda optimalizace kapitálové struktury konkrétního podniku je věc teoreticky možná. Odpověď se zdá na první pohled celkem jednoznačná, neboť posláním podnikové teorie je připravit podmínky pro její praktickou aplikaci v konkrétních podnikových podmínkách. Jednoznačnost tohoto předpokladu však bude ihned v zápětí poněkud zpochybněna tím, že existuje celá řada různých velmi dobře propracovaných teoretických přístupů, které jsou ne vždy v souladu. Jedná se zejména o následující teorie (Hrdý, 2010):

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

Prvních pět teorií je v celku velmi podrobně popsána ve finanční teorii, takže není nutné je nějak podrobně analyzovat.

Teorie manželů Inky a Ivana Neumaierových (Finance a úvěr, 1996) hovoří o tom, že optimální zadlužení nastává tehdy, pokud je rentabilita vlastního kapitálu maximální. V tomto

bodě dochází rovněž k maximalizaci tržní hodnoty firmy. Model vychází ze zisku před úroky a zdaněním a předpokládá, že EBIT, stejně jako hodnota aktiv a tedy i produkční síla podniku není závislá na velikosti zadlužení. Na základě známých rovnic pro vyjádření EBIT, aktiv, pasiv, poměru EBIT/aktiva, čistý zisk/aktiva úroky/aktiva je pak vyjádřena rentabilita vlastního kapitálu jako závisle proměnná na míře zadlužení. Míra zadlužení je vyjádřena jako poměr vlastního kapitálu a aktiv, a to z toho důvodu, že oproti finanční páce (cizí zdroje/vlastní kapitál) má lineární průběh při stejné vypovídací schopnosti. Také úroková míra není v praxi konstantní, ale je závislá na bonitě klienta, tj. jeho rizikovosti, která zahrnuje také i velikost zadlužení. Proto také tato teorie předpokládá poměr úroky/úvěry jako funkci vlastního kapitálu/aktiva. Autoři této teorie (Neumaierová, Neumaier, 1996) jsou si vědomi i určitých omezení tohoto modelu a to zejména proto, že poměr EBIT/aktiva či další konstanty se mohou měnit v průběhu času. Model je rovněž zjednodušený tím, že nebyl uvažován vliv provozní páky. Její zavedení by vedlo ke složitějšímu modelu, při kterém by optimální zadluženost byla taková, která by maximalizovala čisté cash flow pro vlastníky.

Vedle jednotlivých teorií hrají klíčovou roli při hledání optimální kapitálové struktury konkrétního podniku také **determinanty této kapitálové struktury** a také **tzv. oborové standardy** (Hrdý, 2010). Za základní determinanty kapitálové struktury považujeme zejména daně a s nimi související daňový štít, dále pak náklady finanční tísně, náklady kapitálu podniku, náklady zastoupení, případně další. Důležité je také vymezení vztahu mezi determinanty kapitálové struktury, jednotlivými teoriemi a případně kapitálovou strukturou samotnou. V této souvislosti platí, že determinanty představují příčinu, která vyvolává následek ve formě teorií optimalizace kapitálové struktury, přičemž jednotlivé teorie se vždy opírají o různé determinanty. Mezi další determinanty patří zejména následující faktory (Křivská, 2009):

- Ziskovost a stabilita podniku.
- Majetková struktura podniku.
- Odvětví podnikání.
- Management podniku a jeho přístup k riziku.
- Struktura vlastnictví a udržení kontroly nad činností podniku.
- Finanční volnost.
- Výše investic.
- Velikost podniku.
- Dobré jméno a historie podniku.
- Požadavky ratingových agentur.
- Fungování kapitálového trhu.
- Legislativa.
- Hospodářská politika a hospodářský cyklus.
- Společensko-ekonomické poměry.

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

3. Možnosti optimalizace kapitálové struktury z hlediska teoretického

Při analýze jednotlivých teoretických přístupů je možné dospět k několika podstatným závěrům. Nejprve je nutné vymezit, zda vůbec považujeme optimalizaci kapitálové struktury za věc mající reálný smysl, či zda se spokojíme s prvním teorémem MM, který zdůrazňuje irelevantnost optimalizace. Ve druhém případě optimalizaci provádět nebudeme a spokojíme se s optimalizací struktury podnikových aktiv. Pokud dospějeme k závěru, že optimalizace má reálný smysl, tak je nezbytně nutné si ujasnit, zda budeme respektovat náklady kapitálu a budeme se pokoušet o jejich minimalizaci, či zda budeme vycházet ze základních principů teorie hierarchického pořádku. Oba přístupy jsou totiž naprosto a diametrálně odlišné v tom slova smyslu, že buď budeme považovat za optimální prvotní využití interních zdrojů, následně pak využití dluhu, a teprve nakonec použití vlastního externího kapitálu, u akciové společnosti pak použití kapitálu akciového, nebo budeme důsledně trvat na minimalizaci nákladů kapitálu s využitím teorie klasické a vlastně i částečně teorie kompromisní. Je možné považovat za obtížné, ne-li nemožné jednoznačně identifikovat, která cesta je v tomto případě výhodnější. Jak již bylo částečně naznačeno v předchozím textu, není totiž možné jednoznačně určit, zda je prvotní financování interními zdroji výsledkem pohodlnosti manažerů či jejich racionálním uvažováním, protože využití interních zdrojů je na jedné straně skutečně pohodlné, nicméně na straně druhé je získávání právě externích zdrojů spojeno s poměrně značnými dodatečnými náklady a náročným přesvědčováním investorů o tom, že podnik je finančně zdravý a že se vyplatí do něho investovat. Jediné, co by zde stálo za úvahu, je doporučit využití principu hierarchického pořádku pro malé či střední podniky, které nejsou kapitálově silné a obtížně by tak získávali kapitál na finančních trzích či v rámci bankovního sektoru. Naopak větší a kapitálově silnější podniky by v případě generování zisku měly opravdu seriózně zvažovat rozumnou výši dluhu, která by umožnila využít levnější druhy podnikového kapitálu a následně pak zvyšovat tržní hodnotu své firmy.

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

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

1. Rozhodnutí o smyslu optimalizace. V případě negativní odpovědi využití prvního teorému dvojice Modigliani a Millera.
2. V případě pozitivního rozhodnutí výběr přístupu spojeného s konkrétní aktivní kvantifikací dluhového poměru, případně průměrných nákladů kapitálu podniku, nebo volba teorie hierarchického pořádku. Ve druhém případě optimální dluhový poměr přímo vyplýne ze zvoleného způsobu financování.
3. Rozhodnutí o použití teorií umožňujících explicitní matematickou identifikaci optimálního dluhového poměru ve vazbě na základní finanční cíl podnikání, tj. maximalizaci tržní hodnoty firmy.

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

4. Aplikační problémy při praktické realizaci optimalizace v podniku

Z výše uvedeného vyplývá, že vedle volby příslušné teorie či teorií bude rozhodující schopnost vypořádat se s aplikačními problémy, které při optimalizaci v konkrétním podniku mohou vzniknout. Teorie klasická neboli tradiční vychází z minimálních průměrných nákladů kapitálu podniku. Aby bylo možné bod minimálních průměrných nákladů kapitálu identifikovat, je nezbytné vypočítat průměrné náklady kapitálu podniku pro jednotlivé varianty zadlužení. Vychází tedy problém, jakým způsobem identifikovat náklady vlastního kapitálu a náklady dluhu v závislosti na míře zadlužení. Je zřejmé, že tyto náklady jak dluhu, tak také vlastního kapitálu porostou, je však otázkou jak, zda rovnoměrně a to buď lineárně či např. parabolicky, či zda od určité výše zadlužení dojde ke skokovému nárůstu těchto nákladů. Tento aplikační problém bohužel významným způsobem omezuje možnost použití jinak velmi vhodné metody optimalizace. Významnou pomůckou by v tomto případě mohla být jakási fiktivní analýza a posouzení finančního zdraví podniku či stanovení jeho bonity, tak jak se to velmi často provádí např. v bankovním sektoru, kde je v závislosti právě na bonitě klienta, a jeho finančním zdravím, stanovena úroková míra z poskytovaného úvěru a tím vlastně stanoven náklad kapitálu. Při identifikaci nákladů dluhu v závislosti na míře zadlužení by bylo proto vhodné použít analytické metody používané bankami a specializovanými institucemi poskytujícími různé formy úvěrů. Dá se předpokládat, že pokud míra zadlužení nebude významným způsobem ohrožovat finanční zdraví podniku, budou růst náklady dluhu rovnoměrně dle příslušných metodologických postupů výše uvedených finančních institucí. Pokud by však mělo dojít k ohrožení tohoto finančního zdraví, dojde ke skokovému nárůstu těchto nákladů dluhu. Ještě komplikovanější se jeví identifikace nákladů vlastního kapitálu právě v závislosti na míře zadlužení. Relativně jednodušší by bylo identifikovat náklady vlastního kapitálu na základě subjektivního přístupu majitelů k riziku a jejich představě o požadované výnosnosti v závislosti na míře zadlužení. Složitějším pak bude situace při použití tržního přístupu a identifikaci rizika na základě rizikovitosti akcií v závislosti na míře zadlužení. Jistou možností by mohl být např. výpočet tzv. zadluženého β , které se odvozuje z β nezadlužené firmy specifickým postupem (Hrdý, Strouhal 2010). Zadlužené β by se pak

mohlo použít pro výpočet požadované výnosnosti, např. na základě linie kapitálového trhu. Bližší podrobnosti ohledně identifikace koeficientu β v závislosti na různých faktorech je možné najít v odborné literatuře (Mařík aj. 2007). Určitá řešení, jakým způsobem se vypořádat s identifikací nákladů dluhu a vlastního kapitálu v závislosti na míře zadlužení, nalezneme rovněž v dalších publikacích (Hrdý, 2000), kde se vychází z rozmezí současného zadlužení, pro které jsou náklady kapitálu známy a tzv. maximálně možného zadlužení, což je takový podíl dluhu, který je firma vzhledem k předpokládanému vývoji zisku schopna platit při dodržení eventuelně dalších povinností a při kterém budou ukazatele finanční analýzy vykazovat hodnoty svědčící ještě o dobrém finančním zdraví podniku. Pak je možné předpokládat, že náklady kapitálu porostou jen zvolna a neměly by překročit hodnotu, která je požadována za maximálně požadovanou (Hrdý, 2000) a to u vlastního kapitálu 6 % nad hodnotou inflace a u kapitálu cizího pak 3 % nad hodnotou inflace. Diskutabilní otázkou je, jakým způsobem se budou náklady v uvedeném rozmezí vyvíjet, zda parabolicky (Hrdý, 2000) na bázi funkce $y = x^2/k + a$, kde konstanty **k** respektive **a** je možné zjistit dosazením hodnot pro **x** a **y** v případě současného zadlužení, pro které tyto hodnoty známe, a pro maximálně únosné zadlužení, nebo lineárně. Je možné opravdu polemizovat, zda parabolická funkce je na místě, či zda za vhodnější by bylo možné považovat klasický lineární průběh, což by zejména v případě fáze prosperity podniku, či maximálně na okraji šedé zóny, mělo svoji logiku. Nicméně pojem maximálně možného zadlužení je možné považovat za velmi významný a je možné se domnívat, že v rozmezí od nulového zadlužení do maximálně možného by se na základě lineární báze daly náklady vlastního či cizího kapitálu v závislosti na míře zadlužení rozumně identifikovat. V zásadě však bude platit, že by se neměl u podniku objevit jakýkoliv náznak možné počínající finanční tísně, neboť od tohoto okamžiku by pak náklady na vlastní i cizí kapitál začaly růst prudkým tempem. Je tedy možné shrnout, že optimální zadlužení včetně identifikace nákladů kapitálu v závislosti na tomto rostoucím zadlužení je možné hledat pouze do doby, pokud se podnik dle finanční analýzy či konkrétních bankrotních modelů nachází v pásmu prosperity. V případě aplikace teorie manželů Neumaierových narazíme na problém určení závislosti výše úroků na výši zadlužení respektive obráceně na poměru vlastního kapitálu a celkových aktiv neboli na problém stanovení funkce $g(x)$. Zde je možné doporučit (Hrdý, 2000) použití funkce typu k/x s tím, že konstantu **k**, je možné vypočítat na základě konkrétní velikosti současného zadlužení podniku a jemu odpovídající velikosti placených úroků. Opět by platil podobný princip jako při řešení aplikačních problémů u teorie klasické, tj. funkce k/x by se dala použít jen do doby, dokud podnik bude vykazovat stav finančního zdraví bez jakýchkoliv signálů možné nastupující finanční tísně. Analýza praktické uplatnitelnosti kompromisní teorii optimalizace kapitálové struktury závisí na schopnosti identifikovat současnou hodnotu úrokového daňového štítu a porovnat ji se současnou hodnotou nákladů finanční tísně. Současná hodnota úrokového daňového štítu by neměla činit zásadních problémů, naopak problémem je reálná identifikace nákladů finanční tísně, což se jeví téměř jako naprosto nereálná záležitost. Finanční teorie (Levy, Sarnat 1999) doporučuje vypočítat náklady finanční tísně jako fiktivní platbu pojištění proti bankrotu podniku. Otázkou je, jak velikost tohoto pojištění stanovit. Jednou z možností je vypočítat velikost záporného peněžního toku pro jednotlivé velikosti zadlužení s tím, že by pojišťovna tyto záporné peněžní toky uhradila (Hrdý, 2000). Tyto záporné peněžní toky by pak mohly být zvýšeny o provizi pojišťovny a poté pak jejich současná hodnota porovnána se současnou hodnotou nákladů finanční tísně. Takovéto výpočty je možné považovat za velmi náročné a navíc bychom se na rozdíl od aplikace průměrných nákladů kapitálu podniku pohybovali již v oblasti šedé zóny podniku. Bylo by nutné rovněž znát podrobné postupy pojišťoven při stanovení výše plateb pojistného v závislosti na výši škody, která může být způsobena. Vzhledem k základnímu principu pojištění, která předpokládá, že nahodilá událost

nenastane u všech subjektů najednou, ale jen u některých, by musela být rovněž známa množina firem, které by byly zahrnuty do příslušného pojistného trhu a na základě jejich pravděpodobnosti bankrotu by bylo pojistné mimo jiné odvozeno, což však není pro běžné podnikové manažery vůbec reálně identifikovat. Teorie hierarchického pořádku neskrývá žádné aplikační problémy, neboť podnikoví manažeři se řídí jasně stanoveným a doporučeným postupem. Pokud podniku dojdou interní zdroje, uchází se o úvěrové zdroje a následně pak o vlastní externí kapitál. Pokud externí zdroje neobdrží a interní nestačí, musí výrazně omezit svoji podnikatelskou činnost či se zamyslet nad možností provedení restrukturalizace či reorganizace podniku s cílem odvrátit hrozící případný bankrot. Teorie Brealyho a Myerse o čtyřech dimenzích kapitálové struktury nenabízí možnost explicitní identifikace konkrétního dluhového poměru, ale může být v praxi užitečná tím, že k ní může podnik přihlédnout v závěrečné fázi své optimalizace a to zejména tehdy, pokud by chtěl explicitně identifikovaný dluhový poměr upravit směrem nahoru nebo dolů na základě právě dimenzí této teorie, např. v závislosti na vývoji očekávaného zisku, dále pak na struktuře aktiv, celkovém podnikatelském riziku apod. V samém úvodu příspěvku je položena otázka, zda optimalizace kapitálové struktury konkrétního podniku je věc možná z hlediska teoretického. Odpověď se zdá na první pohled celkem jednoznačná, neboť posláním podnikové teorie je připravit podmínky pro její praktickou aplikaci v konkrétních podnikových podmínkách. Jednoznačnost tohoto předpokladu však bude ihned v zápětí poněkud zpochybněna tím, že existuje celá řada různých velmi dobře propracovaných teoretických přístupů, které jsou ne vždy v souladu.

5. Závěr – doporučený postup při praktické optimalizaci kapitálové struktury konkrétního podniku

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

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

k vyššímu zadlužení a naopak. Určitou závěrečnou korekci mohou přinést již dříve zmíněné oborové standardy.

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

References

- [1] HRDÝ, M., 2000. Optimalizace finanční struktury konkrétního podniku - 3. část. *Účetnictví*, roč. 35, č. 5, pp. 49 – 50
- [2] HRDÝ, M. et al., 2009. *Komplexní řešení teoretických a aplikačních problémů financování malých a středních podniků v podmínkách tržního prostředí Evropské unie*. Plzeň: Západočeská univerzita v Plzni
- [3] HRDÝ, M., STROUHAL, J., 2010. *Finanční řízení*. Praha: Wolters Kluwer ČR
- [4] HRDÝ, M., 2010. Teoretické a aplikační problémy optimalizace kapitálové struktury podniku. In *Sborník příspěvků z 5. mezinárodní vědecké konference s podtitulem Nové trendy – Nové nápady*. Znojmo: SVŠE Znojmo, 2010, pp.70-80
- [5] HOROVÁ, M., HRDÝ, M., 2007. Aktuální problémy strategického finančního řízení podniků v ČR. *E + M. Ekonomie a Management.*, roč.10. č.4, pp. 80-86
- [6] KŘIVSKÁ, R., 2009. *Determinanty kapitálové struktury a její optimalizace* – doktorská disertační práce. Praha: VŠE
- [7] MAŘÍK, M. et al., 2007: *Metody oceňování podniku. Proces ocenění, základní metody a postupy*. 2. vydání, Praha: Ekopress, s.r.o.
- [8] NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I., 1996. Úvaha o optimální zadluženosti. Praha: *Finance a úvěr*, roč. 46, č. 1, pp. 51-61
- [9] VALACH, J., 2006. *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*, 2. vydání, Praha: Ekopress, s.r.o.