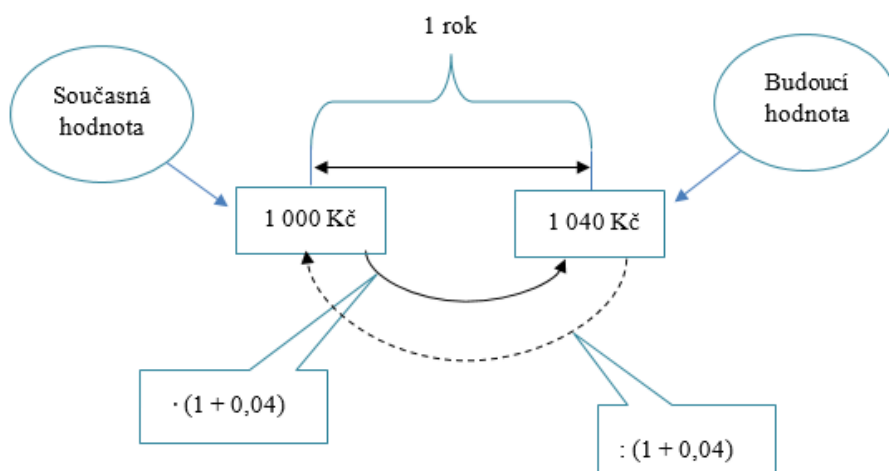


## Téma 2: Finanční a investiční rozhodování

Hotovostním tokem daného aktiva budeme rozumět časovou posloupnost všech výplat (příjmů i výdajů) s aktivem spojených. Pro jednoduchost budeme uvažovat hotovostní toky **Chyba! Záložka není definována.** se dvěma výplatami: dnešní výplatou a jednou budoucí výplatou, mezi nimiž je např. časový interval jednoho roku. Budeme předpokládat, že obě výplaty jsou příjmy (důchody) – viz obr. 2.

**Obrázek 2. Současná a budoucí hodnota**



Zdroj: vlastní

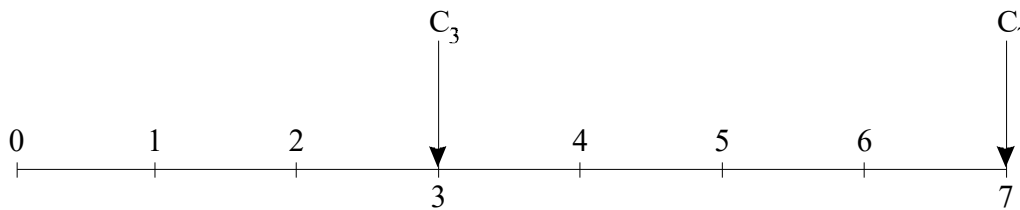
Jestliže dnes uložíme 1 000 Kč při úrokové sazbě 4 % p. a., získáme za rok 1 040 Kč. Z opačného úhlu pohledu – pokud bychom věděli, že za rok obdržíme 1 040 Kč, za daných podmínek (stejný faktor času a stejná úroková sazba) bychom neměli za tuto možnost zaplatit dnes více než 1 000 Kč. Pokud víme, že úroková míra je 4 % p. a., a že za rok nám bude vyplaceno 1 000 Kč, potom současná hodnota těchto budoucích peněz činí  $1\,000 / (1 + 0,04) = 961,54$  Kč.

V dalším výkladu budeme hodnotu částky, kterou v budoucnosti obdržíme nazývat *budoucí hodnota* (Future Value – FV); je výstupem matematické operace *úročení*. Naopak hodnoty přepočtené k dnešnímu okamžiku budeme označovat jako *současná hodnota* (Present Value – PV); zde uplatňujeme matematickou operaci *diskontování* (*odúročení*). Např. současná hodnota 1 000 Kč, kterou můžeme nabýt okamžitě, je 1 000 Kč. Současná hodnota částky 1 000 Kč, kterou bychom obdrželi za 1 rok při 4 % p. a., je 961,54 Kč apod.

Vidíme, že díky principu časové hodnoty peněz je současná hodnota nižší než budoucí ekvivalentní hodnota, protože peníze, které má subjekt v držení již dnes, mají vyšší hodnotu než ty, které obdrží v budoucnosti (budoucí peníze jsou jednak nejisté, a jednak by za sledované období subjekt obdržel od banky úrok).

To, co jsme zde odvodili pro hotovostní toky se dvěma výplatami, platí i pro libovolně strukturované hotovostní toky s větším počtem výplat. Potřebujeme např. vypočítat, *kolik si lze dnes vypůjčit, má-li být dluh splacen dvěma splátkami  $C_3$  a  $C_7$* , jak ukazuje obr. 3?

**Obrázek 3. Rozložení splátek v období 1–7 let**



Zdroj: vlastní

Řešením je výpočet současné hodnoty splátky  $C_3$  a  $C_7$  vzhledem k faktoru času (splátka  $C_3$  bude splacena za tři roky, splátka  $C_7$  bude placena v sedmém roce) a úrokové sazbě  $r$  (faktor rizika):  $PV_2 = \sum PV(C_i) = C_3 / (1 + r)^3 + C_7 / (1 + r)^7$

Základní poznatky této kapitoly nám v dalším textu umožní detailněji prozkoumat roli finančního manažera v akciové společnosti a některé závažné aspekty jeho rozhodovacího procesu.

### 2.1 Role finančního manažera v akciové společnosti

Je zřejmé, že finanční manažer by měl jednat v zájmu akcionářů firmy. Za druhé je známo, že každý akcionář chce tři věci:

- a) Být co nejbohatší, tj. maximalizovat současné bohatství.
- b) Přeměnit své bohatství na takový časový profil spotřeby, který nejvíce preferuje.
- c) Zvolit charakteristiky rizika daného plánu spotřeby.

Z toho vyplývají pro finančního manažera následující důležité závěry:

- Akcionáři nepotřebují pomoc finančního manažera k tomu, aby dosáhli optimální časový profil spotřeby. Mohou to udělat sami za předpokladu, že mají volný přístup na dokonale konkurenční kapitálové trhy. Prostřednictvím investic do více či méně rizikových cenných papírů si mohou zvolit i charakteristiky rizika svého spotřebního plánu.

- Ze tří výše zmíněných přání si tak akcionář poslední dvě nejlépe vyplní sám. To jediné, s čím může finanční manažer účinně pomoci, je splnění prvního přání. Cestou, která k tomuto cíli vede, je optimální alokace dostupného kapitálu.
- Optimální alokace kapitálu vůbec nesouvisí s preferencemi jednotlivců týkajícími se dnešní a budoucí spotřeby. Pan Šetrný i pan Hýřil jsou jednotní v tom, kolik chtějí investovat do reálných aktiv. Mohou proto v témže podniku spolupracovat a delegovat rozhodování na profesionálního finančního manažera.

Optimálně alokovat dostupný kapitál znamená optimálně investovat do reálných aktiv. To je totéž, co:

- maximalizovat čistou současnou hodnotu investice (NPV);
- investovat k bodu, v němž se mezní výnos z investice do reálných aktiv rovná výnosové míře z ekvivalentních investic na kapitálovém trhu.

Obě tato pravidla jsou rovnocenná. V praxi to znamená chopit se všech investičních příležitostí, které mají kladnou čistou současnou hodnotu.

## 2.2 Oddělitelnost investičních a finančních rozhodnutí

Co se týče problematiky rozhodování, hovoříme o *investičním rozhodování* (co koupit) než o *finančním rozhodování* (kde na to vzít). Finanční rozhodování bylo zatím implicitně obsaženo pouze v pojmu dostupný kapitál. A má to svou logiku.

Hledáme-li aktiva, do kterých bychom rádi *investovali*, probíráme v účetní bilanci její levou stranu, tj. zajímá nás *forma* aktiv. Uvažujeme přitom, jak peníze utratit. Tento pohled by nebyl úplný, kdybychom neměli představu, kde si peníze opatříme. Nutí nás to proto i k nahlédnutí na pravou stranu účetní bilance, na stranu *zdrojů* neboli *pasív*. Zjednodušenou strukturu účetní rozvahy si připomeňme z obr. 4, v němž složka dlouhodobého majetku představuje formu „stálých“ aktiv, které budou financovány kapitálem vlastním a/či cizím z pravé strany bilance.

**Obrázek 4. Základní schéma rozvahy**

Aktiva (majetek)	Pasiva (kapitál)
Dlouhodobý majetek	Vlastní kapitál
Oběžná aktiva	Dlouhodobý cizí kapitál

Zdroj: vlastní

Investiční a finanční rozhodnutí mohou být vzájemně propojena. Jinými slovy: O každém rozhodnutí finančního manažera lze bez nadsázky říci, že má svůj *investiční a finanční* aspekt. V mnoha praktických případech jsou oba aspekty nezávislé a lze je oddělit; způsob financování je předem dán a provede se pouze investiční rozhodnutí. Nebo, naopak, budoucí investiční strategie a současné portfolio reálných aktiv jsou dány a hledá se nejlepší strategie financování. Probírají se různé možné alternativy financování a hledá se odpověď na s tím související otázky, např.:

- Měla by firma většinu svých výdělků reinvestovat nebo by je měla vyplatit jako dividendy?
- Potřebuje-li firma více peněz, měla by vydat více akcií nebo by si měla peníze vypůjčit?
- Měla by si vypůjčit krátkodobě nebo dlouhodobě?
- Měla by si vypůjčit vydáním normální dlouhodobé obligace nebo konvertibilní obligace (po čase vyměnitelné za obyčejnou akcii firmy) apod.

Všechna tato i jiná finanční rozhodnutí **Chyba! Záložka není definována.** se nejčastěji provádějí podle kritéria maximální čisté současné hodnoty. V případě, kdy finanční rozhodování závisí na volbě projektu a naopak, když výběr projektu je vázán na konkrétní typ financování (např. u účelových půjček vázaných na konkrétní typy projektů), nelze oba aspekty rozhodovacího procesu oddělovat; finanční a investiční rozhodnutí musí být vždy posuzována společně.

Zohlednění interakce investičních a finančních rozhodnutí se v praxi provádí opravou současné hodnoty investice o současnou hodnotu tzv. „vedlejších finančních účinků“ spojených s konkrétním financováním. Jde zejména o emisní náklady, úrokový daňový štít a důsledky speciálního financování. Někdy se tato oprava provádí úpravou diskontní sazby.

Případ efektu daňového úrokového štítu a zohlednění emisních nákladů kmenových akcií na náklady financování investice si stručně ukážeme v následujících oddílech.

#### *Daňový úrokový štít*

Daňový úrokový štít souvisí s financováním podniku cizím kapitálem. Když si firma půjčí peníze od banky, banka za to bude vyžadovat „odměnu“ v podobě úroku. Úrok je daňově

uznatelný náklad, který snižuje základ pro výpočet daně ze zisku. Odtud pramení úspora na dani při využití cizího kapitálu. Náklady na použitý cizí kapitál při zohlednění daňového úrokového štítu se vypočítá jako  $i \cdot (1-t)$ , kde  $i$  = úrok,  $t$  = daň.

### **Příklad 5. Náklady dluhu při různých úrokových a daňových sazbách**

Naším úkolem je vypočítat náklady dluhu po zdanění za následujících podmínek:

- a) úroková sazba 13,5 % p. a., daňová sazba společnosti 37 %,
- b) úroková sazba 11 % p. a., daňová sazba společnosti 33 %,
- c) úroková sazba 12 % p. a., daňová sazba společnosti 41 %.

*Postup výpočtu:*

- a) Náklady dluhu získaného úvěrem =  $13,5 \cdot (1 - 0,37) = 8,51 \%$
- b) Náklady dluhu získaného úvěrem =  $11 \cdot (1 - 0,33) = 7,37 \%$
- c) Náklady dluhu získaného úvěrem =  $12 \cdot (1 - 0,41) = 7,08 \%$

Díky využití cizího kapitálu tak dochází k vyšší rentabilitě vlastního kapitálu (ROE). Nejčastěji se lze setkat s daňovým úrokovým štítem, daňovým leasingovým štítem a daňovým odpisovým štítem.

#### *Náklady emise kmenových akcií*

Emise kmenových akcií je jednou z možností podniku, jak získat finanční prostředky pro svou činnost. Jde vlastně o vydání souboru akcií stejného druhu jednou společností.

S upisováním kmenových akcií jsou spojené náklady. Ty zahrnují standardně investorův požadavek na výnos z kmenových akcií (dividendu) a náklady emise při úpisu nových akcií.

Označme  $N_k$  jako náklady kapitálu za 1 kus upsaných kmenových akcií,  $C_k$  jako tržní cenu kmenové akcie,  $D_k$  je roční dividenda z kmenové akcie v Kč koncem prvního roku,  $E$  jsou emisní náklady na jednu kmenovou akcii a  $g$  je očekávané konstantní zvýšení dividendy vyjádřené v %. Pak náklady spojené s úpisem nových kmenových akcií můžeme vyjádřit takto:

$$N_k = \frac{D_k \cdot 100 \%}{C_k - E} + g$$

### **Příklad 6. Příklad na výpočet nákladů emise kmenových akcií**

Akciová společnost Fruta emituje kmenové akcie v nominální hodnotě 600 Kč za tržní cenu 620 Kč. Dividendový výnos předpokládáný v 1. roce je 100 Kč. Očekává se roční růst dividendy ve výši 3 %. Náklady na emisi jedné akcie se odhadují na 30 Kč. Vaším úkolem je v procentech vyjádřit náklady kmenového kapitálu.

Postup výpočtu:

$$N_k = \frac{100 \cdot 100 \%}{620 - 30} + 3 \% = 19,95 \%$$

Náklady emise kmenových akcií na kmenový kapitál činí 19,95 %.

Obecně platí, že čím větší je objem emise, tím nižší jsou marginální náklady na emisi.

### 2.3 Rozdíly mezi investičním a finančním rozhodováním

Když firma rozhoduje o nákupu reálného aktiva (investiční rozhodnutí **Chyba! Záložka není definována.**), nepředpokládá, že se nachází na *dokonale konkurenčních trzích*. Může mít jen několik konkurentů, kteří se specializují ve stejném oboru a ve stejné územní oblasti. Může mít i něco „navíc“ (např. patenty, odborné znalosti, pověst, postavení na trhu apod.), co ji zvýhodňuje před konkurencí. Toto navíc otevírá příležitost pro dosažení mimořádných zisků a tím i pro nalezení projektů s kladnou čistou současnou hodnotou (NPV).

Při hledání způsobu financování (finanční rozhodnutí) se však firma pohybuje na finančních trzích, kde konkurenci tvoří nejen všechny společnosti, které shánějí finanční prostředky, ale i jednotlivci, státní a místní vlády, instituce domácí i zahraniční apod. Žádné zvýhodnění zde firma nemá. Těch, co nabízejí volné finanční zdroje, je rovněž bezpočet.

Přicházíme zde do styku s tím, co ekonomové nazývají **efektivní trh**. Na efektivním trhu, kde konkurence je dokonalá, je velmi obtížné (ne-li zcela nemožné) dosáhnout kladné NPV. Vždy je to spojeno s problémem, jak někomu jinému vnutit NPV záporné.

#### *Priorita investičního rozhodování*

Z uvedeného vyplývá, že lze většinou snáze dosáhnout kladného NPV investičním rozhodnutím než finančním rozhodnutím. V mnoha případech platí, že chceme-li při velké konkurenci získat půjčku, musíme nabídnout „lepší“ podmínky. To často znamená vzít půjčku se záporným NPV, které pak musí být kompenzováno částí kladného NPV z investice. Investiční a finanční aspekt rozhodnutí finančního manažera tak nejsou v rovnováze; investiční rozhodování se jeví jako významnější. Proto se mu zde také více věnujeme.

Vrátíme-li se nyní k roli finančního manažera u akciové společnosti, lze ji stručně popsat následovně:

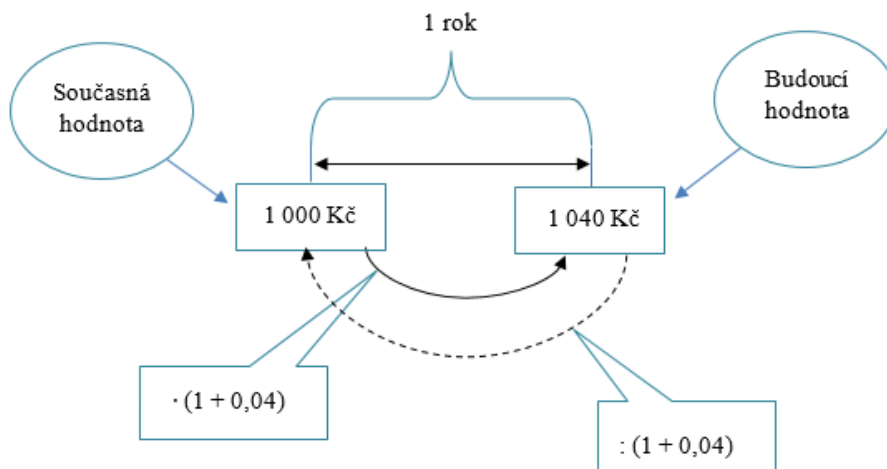
- Finanční manažer analyzuje vhodné investiční příležitosti (reálná aktiva) a stanovuje jejich NPV. Přitom předpokládá, že půjde o financování z vlastních zdrojů.

- Oportunitním nákladem kapitálu je očekávaná výnosová míra, kterou by akcionáři mohli získat investicí do finančních aktiv.
- Najde-li reálné aktivum s kladným NPV, hledá hotovost k jeho zaplacení v takové kapitálové struktuře, která zachová kladné znaménko NPV reálného aktiva. Z možných alternativ pak vybere kombinaci s maximálním NPV.
- Část výtěžku, pro který není vhodná investiční příležitost na trhu reálných aktiv, vyplácí akcionářům formou dividendy. Ti pak sami investují do finančních aktiv.

## Téma 2: Finanční a investiční rozhodování

Hotovostním tokem daného aktiva budeme rozumět časovou posloupnost všech výplat (příjmů i výdajů) s aktivem spojených. Pro jednoduchost budeme uvažovat hotovostní toky **Chyba! Záložka není definována.** se dvěma výplatami: dnešní výplatou a jednou budoucí výplatou, mezi nimiž je např. časový interval jednoho roku. Budeme předpokládat, že obě výplaty jsou příjmy (důchody) – viz obr. 2.

**Obrázek 2. Současná a budoucí hodnota**



Zdroj: vlastní

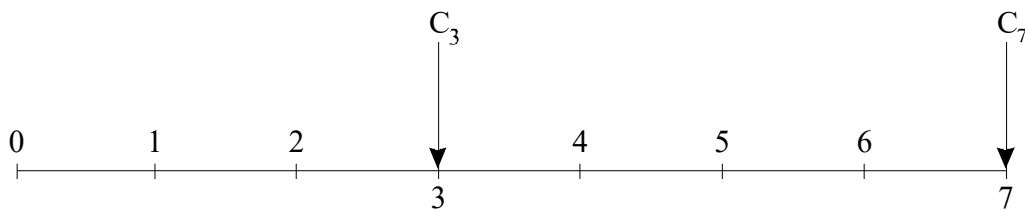
Jestliže dnes uložíme 1 000 Kč při úrokové sazbě 4 % p. a., získáme za rok 1 040 Kč. Z opačného úhlu pohledu – pokud bychom věděli, že za rok obdržíme 1 040 Kč, za daných podmínek (stejný faktor času a stejná úroková sazba) bychom neměli za tuto možnost zaplatit dnes více než 1 000 Kč. Pokud víme, že úroková míra je 4 % p. a., a že za rok nám bude vyplaceno 1 000 Kč, potom současná hodnota těchto budoucích peněz činí  $1\,000 / (1 + 0,04) = 961,54$  Kč.

V dalším výkladu budeme hodnotu částky, kterou v budoucnosti obdržíme nazývat *budoucí hodnota* (Future Value – FV); je výstupem matematické operace *úročeni*. Naopak hodnoty přepočtené k dnešnímu okamžiku budeme označovat jako *současná hodnota* (Present Value – PV); zde uplatňujeme matematickou operaci *diskontování* (*odúročeni*). Např. současná hodnota 1 000 Kč, kterou můžeme nabýt okamžitě, je 1 000 Kč. Současná hodnota částky 1 000 Kč, kterou bychom obdrželi za 1 rok při 4 % p. a., je 961,54 Kč apod.

Vidíme, že díky principu časové hodnoty peněz je současná hodnota nižší než budoucí ekvivalentní hodnota, protože peníze, které má subjekt v držení již dnes, mají vyšší hodnotu než ty, které obdrží v budoucnosti (budoucí peníze jsou jednak nejisté, a jednak by za sledované období subjekt obdržel od banky úrok).

To, co jsme zde odvodili pro hotovostní toky se dvěma výplatami, platí i pro libovolně strukturované hotovostní toky s větším počtem výplat. Potřebujeme např. vypočítat, *kolik si lze dnes vypůjčit, má-li být dluh splacen dvěma splátkami  $C_3$  a  $C_7$* , jak ukazuje obr. 3?

**Obrázek 3. Rozložení splátek v období 1–7 let**



Zdroj: vlastní

Řešením je výpočet současné hodnoty splátky  $C_3$  a  $C_7$  vzhledem k faktoru času (splátka  $C_3$  bude splacena za tři roky, splátka  $C_7$  bude placena v sedmém roce) a úrokové sazbě  $r$  (faktor rizika):  $PV_2 = \sum PV(C_i) = C_3 / (1 + r)^3 + C_7 / (1 + r)^7$

Základní poznatky této kapitoly nám v dalším textu umožní detailněji prozkoumat roli finančního manažera v akciové společnosti a některé závažné aspekty jeho rozhodovacího procesu.

## 2.1 Role finančního manažera v akciové společnosti

Je zřejmé, že finanční manažer by měl jednat v zájmu akcionářů firmy. Za druhé je známo, že každý akcionář chce tři věci:

- d) Být co nejbohatší, tj. maximalizovat současné bohatství.
- e) Přeměnit své bohatství na takový časový profil spotřeby, který nejvíce preferuje.



f) Zvolit charakteristiky rizika daného plánu spotřeby.

Z toho vyplývají pro finančního manažera následující důležité závěry:

- Akcionáři nepotřebují pomoc finančního manažera k tomu, aby dosáhli optimální časový profil spotřeby. Mohou to udělat sami za předpokladu, že mají volný přístup na dokonale konkurenční kapitálové trhy. Prostřednictvím investic do více či méně rizikových cenných papírů si mohou zvolit i charakteristiky rizika svého spotřebního plánu.
- Ze tří výše zmíněných přání si tak akcionář poslední dvě nejlépe vyplní sám. To jediné, s čím může finanční manažer účinně pomoci, je splnění prvního přání. Cestou, která k tomuto cíli vede, je optimální alokace dostupného kapitálu.
- Optimální alokace kapitálu vůbec nesouvisí s preferencemi jednotlivců týkajícími se dnešní a budoucí spotřeby. Pan Šetrný i pan Hýřil jsou jednotní v tom, kolik chtějí investovat do reálných aktiv. Mohou proto v témže podniku spolupracovat a delegovat rozhodování na profesionálního finančního manažera.

Optimálně alokovat dostupný kapitál znamená optimálně investovat do reálných aktiv. To je totéž, co:

- maximalizovat čistou současnou hodnotu investice (NPV);
- investovat k bodu, v němž se mezní výnos z investice do reálných aktiv rovná výnosové míře z ekvivalentních investic na kapitálovém trhu.

Obě tato pravidla jsou rovnocenná. V praxi to znamená chopit se všech investičních příležitostí, které mají kladnou čistou současnou hodnotu.

## 2.2 Oddělitelnost investičních a finančních rozhodnutí

Co se týče problematiky rozhodování, hovoříme o *investičním rozhodování* (co koupit) než o *finančním rozhodování* (kde na to vzít). Finanční rozhodování bylo zatím implicitně obsaženo pouze v pojmu dostupný kapitál. A má to svou logiku.

Hledáme-li aktiva, do kterých bychom rádi *investovali*, probíráme v účetní bilanci její levou stranu, tj. zajímá nás *forma* aktiv. Uvažujeme přitom, jak peníze utratit. Tento pohled by nebyl úplný, kdybychom neměli představu, kde si peníze opatříme. Nutí nás to proto i k nahlédnutí na pravou stranu účetní bilance, na stranu *zdrojů* neboli *pasív*. Zjednodušenou strukturu účetní rozvahy si připomeňme z obr. 4, v němž složka dlouhodobého majetku představuje formu „stálých“ aktiv, které budou financovány kapitálem vlastním a/či cizím z pravé strany bilance.

#### Obrázek 4. Základní schéma rozvahy

Aktiva (majetek)	Pasiva (kapitál)
Dlouhodobý majetek	Vlastní kapitál
Oběžná aktiva	Dlouhodobý cizí kapitál
	Krátkodobý cizí kapitál

Zdroj: vlastní

Investiční a finanční rozhodnutí mohou být vzájemně propojena. Jinými slovy: O každém rozhodnutí finančního manažera lze bez nadsázky říci, že má svůj *investiční a finanční* aspekt. V mnoha praktických případech jsou oba aspekty nezávislé a lze je oddělit; způsob financování je předem dán a provede se pouze investiční rozhodnutí. Nebo, naopak, budoucí investiční strategie a současné portfolio reálných aktiv jsou dány a hledá se nejlepší strategie financování. Probírají se různé možné alternativy financování a hledá se odpověď na s tím související otázky, např.:

- Měla by firma většinu svých výdělků reinvestovat nebo by je měla vyplatit jako dividendy?
- Potřebuje-li firma více peněz, měla by vydat více akcií nebo by si měla peníze vypůjčit?
- Měla by si vypůjčit krátkodobě nebo dlouhodobě?
- Měla by si vypůjčit vydáním normální dlouhodobé obligace nebo konvertibilní obligace (po čase vyměnitelné za obyčejnou akcii firmy) apod.

Všechna tato i jiná finanční rozhodnutí **Chyba! Záložka není definována.** se nejčastěji provádějí podle kritéria maximální čisté současné hodnoty. V případě, kdy finanční rozhodování závisí na volbě projektu a naopak, když výběr projektu je vázán na konkrétní typ financování (např. u účelových půjček vázaných na konkrétní typy projektů), nelze oba aspekty rozhodovacího procesu oddělovat; finanční a investiční rozhodnutí musí být vždy posuzována společně.

Zohlednění interakce investičních a finančních rozhodnutí se v praxi provádí opravou současné hodnoty investice o současnou hodnotu tzv. „vedlejších finančních účinků“ spojených

s konkrétním financováním. Jde zejména o emisní náklady, úrokový daňový štít a důsledky speciálního financování. Někdy se tato oprava provádí úpravou diskontní sazby.

Případ efektu daňového úrokového štítu a zohlednění emisních nákladů kmenových akcií na náklady financování investice si stručně ukážeme v následujících oddílech.

#### *Daňový úrokový štít*

Daňový úrokový štít souvisí s financováním podniku cizím kapitálem. Když si firma půjčí peníze od banky, banka za to bude vyžadovat „odměnu“ v podobě úroku. Úrok je daňově uznatelný náklad, který snižuje základ pro výpočet daně ze zisku. Odtud pramení úspora na dani při využití cizího kapitálu. Náklady na použitý cizí kapitál při zohlednění daňového úrokového štítu se vypočítá jako  $i \cdot (1-t)$ , kde  $i$  = úrok,  $t$  = daň.

#### **Příklad 5. Náklady dluhu při různých úrokových a daňových sazbách**

Naším úkolem je vypočítat náklady dluhu po zdanění za následujících podmínek:

- d) úroková sazba 13,5 % p. a., daňová sazba společnosti 37 %,
- e) úroková sazba 11 % p. a., daňová sazba společnosti 33 %,
- f) úroková sazba 12 % p. a., daňová sazba společnosti 41 %.

*Postup výpočtu:*

- d) Náklady dluhu získaného úvěrem =  $13,5 \cdot (1 - 0,37) = 8,51$  %
- e) Náklady dluhu získaného úvěrem =  $11 \cdot (1 - 0,33) = 7,37$  %
- f) Náklady dluhu získaného úvěrem =  $12 \cdot (1 - 0,41) = 7,08$  %

Díky využití cizího kapitálu tak dochází k vyšší rentabilitě vlastního kapitálu (ROE). Nejčastěji se lze setkat s daňovým úrokovým štítem, daňovým leasingovým štítem a daňovým odpisovým štítem.

#### *Náklady emise kmenových akcií*

Emise kmenových akcií je jednou z možností podniku, jak získat finanční prostředky pro svou činnost. Jde vlastně o vydání souboru akcií stejného druhu jednou společností.

S upisováním kmenových akcií jsou spojené náklady. Ty zahrnují standardně investorův požadavek na výnos z kmenových akcií (dividendu) a náklady emise při úpisu nových akcií.

Označme  $N_k$  jako náklady kapitálu za 1 kus upsaných kmenových akcií,  $C_k$  jako tržní cenu kmenové akcie,  $D_k$  je roční dividenda z kmenové akcie v Kč koncem prvního roku,  $E$  jsou emisní náklady na jednu kmenovou akcii a  $g$  je očekávané konstantní zvýšení dividendy vyjádřené v %. Pak náklady spojené s úpisem nových kmenových akcií můžeme vyjádřit takto:

$$N_k = \frac{D_k \cdot 100 \%}{C_k - E} + g$$

### **Příklad 6. Příklad *na výpočet nákladů emise kmenových akcií***

Akciová společnost Fruta emituje kmenové akcie v nominální hodnotě 600 Kč za tržní cenu 620 Kč. Dividendový výnos předpokládáný v 1. roce je 100 Kč. Očekává se roční růst dividendy ve výši 3 %. Náklady na emisi jedné akcie se odhadují na 30 Kč. Vaším úkolem je v procentech vyjádřit náklady kmenového kapitálu.

*Postup výpočtu:*

$$N_k = \frac{100 \cdot 100 \%}{620 - 30} + 3 \% = 19,95 \%$$

Náklady emise kmenových akcií na kmenový kapitál činí 19,95 %.

Obecně platí, že čím větší je objem emise, tím nižší jsou marginální náklady na emisi.

### **2.3 Rozdíly mezi investičním a finančním rozhodováním**

Když firma rozhoduje o nákupu reálného aktiva (investiční rozhodnutí **Chyba! Záložka není definována.**), nepředpokládá, že se nachází na *dokonalé konkurenčních trzích*. Může mít jen několik konkurentů, kteří se specializují ve stejném oboru a ve stejné územní oblasti. Může mít i něco „navíc“ (např. patenty, odborné znalosti, pověst, postavení na trhu apod.), co ji zvýhodňuje před konkurencí. Toto navíc otevírá příležitost pro dosažení mimořádných zisků a tím i pro nalezení projektů s kladnou čistou současnou hodnotou (NPV).

Při hledání způsobu financování (finanční rozhodnutí) se však firma pohybuje na finančních trzích, kde konkurenci tvoří nejen všechny společnosti, které shánějí finanční prostředky, ale i jednotlivci, státní a místní vlády, instituce domácí i zahraniční apod. Žádné zvýhodnění zde firma nemá. Těch, co nabízejí volné finanční zdroje, je rovněž bezpočet.

Přicházíme zde do styku s tím, co ekonomové nazývají **efektivní trh**. Na efektivním trhu, kde konkurence je dokonalá, je velmi obtížné (ne-li zcela nemožné) dosáhnout kladné NPV. Vždy je to spojeno s problémem, jak někomu jinému vnutit NPV záporné.

#### *Priorita investičního rozhodování*

Z uvedeného vyplývá, že lze většinou snáze dosáhnout kladného NPV investičním rozhodnutím než finančním rozhodnutím. V mnoha případech platí, že chceme-li při velké konkurenci získat půjčku, musíme nabídnout „lepší“ podmínky. To často znamená vzít půjčku se záporným NPV, které pak musí být kompenzováno částí kladného NPV z investice.

Investiční a finanční aspekt rozhodnutí finančního manažera tak nejsou v rovnováze; investiční rozhodování se jeví jako významnější. Proto se mu zde také více věnujeme.

Vrátíme-li se nyní k roli finančního manažera u akciové společnosti, lze ji stručně popsat následovně:

- Finanční manažer analyzuje vhodné investiční příležitosti (reálná aktiva) a stanovuje jejich NPV. Přitom předpokládá, že půjde o financování z vlastních zdrojů.
- Oportunitním nákladem kapitálu je očekávaná výnosová míra, kterou by akcionáři mohli získat investicí do finančních aktiv.
- Najde-li reálné aktivum s kladným NPV, hledá hotovost k jeho zaplacení v takové kapitálové struktuře, která zachová kladné znaménko NPV reálného aktiva. Z možných alternativ pak vybere kombinaci s maximálním NPV.
- Část výdělku, pro který není vhodná investiční příležitost na trhu reálných aktiv, vyplácí akcionářům formou dividendy. Ti pak sami investují do finančních aktiv.