

# Faktory ovlivňující výši nákladů cizího kapitálu z pohledu odhadce

*Lucie Rudolfová\**

## **Abstrakt:**

Předmětem příspěvku je kvalitativní analýza faktorů, které mají vliv na výši nákladů cizího kapitálu. Jde o faktory, které jsou potenciálně použitelné při odhadu nákladů cizího kapitálu pro účely ocenění podniku. Je na ně tedy nahlíženo perspektivou znalce či odhadce, kteří většinou nemají tak detailní informace jako management podniku, zároveň nemají pro problematiku nákladů cizího kapitálu tolik prostoru jako ratingové agentury, a oproti bankám nemají tak široké možnosti komparativní analýzy. Kvalitativní analýza vybraných faktorů v tomto příspěvku tedy slouží jako vodítko pro to, které faktory by měl odhadce či znalec v odhadu zohlednit. Přičemž důraz je kladen na to, že takový odhad musí být nutně proveden zjednodušenou formou ve srovnání s odhady provedenými ostatními jmenovanými skupinami, které se náklady cizího kapitálu potenciálně mohou zabývat. Dále jsou výsledky tohoto článku využity i pro prvotní předvýběr faktorů, které budou v rámci širšího projektu dále testovány s použitím statistické analýzy. Zkoumané faktory jsou: zadlužení, úrokové krytí, velikost podniku, fáze hospodářského cyklu, obchodovatelnost akcií, měna úvěru, odvětví, možnosti ručení, doba splatnosti a objem úvěru.

**Klíčová slova:** Náklady kapitálu; Cizí kapitál; Úročený kapitál.

**JEL klasifikace:** G32.

## **1 Úvod**

Náklady cizího kapitálu jsou jednou z veličin, které je ve většině případů nutné odhadnout v průběhu procesu ocenění podniku nebo investice. Tento příspěvek je součástí širšího výzkumu a zabývá se kvalitativní analýzou faktorů, které připadají v úvahu jako veličiny ovlivňující výši nákladů cizího kapitálu (nCK). Tyto faktory jsou vybírány a analyzovány z pohledu znalce či odhadce nikoli z pohledu jiných skupin, které se náklady cizího kapitálu konkrétního podniku mohou zabývat. Těmito skupinami jsou míněny především banky, které budou při poskytování úvěrů řešit podobnou otázku, ale z jiné perspektivy s jinou datovou podporou a pravděpodobně i jiným časovým fondem pro stanovení nCK. Dále ratingové agentury, které sice neřeší přímo nCK, ale při stanovení ratingu velice detailně zkoumají kvalitativní i finanční faktory. Jejich postupy jsou sice částečně využitelné i z pohledu znalců a odhadců, ale ve velice zjednodušené formě a to zejména

---

\* Lucie Rudolfová; Vysoká škola ekonomická v Praze, Fakulta financí a účetnictví, katedra financí a oceňování podniku, nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3; <xrudl03@vse.cz>.

Článek byl zpracován jako výstup projektu F1/42/2019 „Nové výzvy Corporate Finance v České republice“ Interní grantové agentury na Fakultě financí a účetnictví VŠE v Praze. Je též výstupem projektu institucionální podpory IP100040.

z důvodu komplexnosti ocenění, kdy znalec či odhadce nemá tolik prostoru se zabývat faktory ovlivňujícími rating společnosti jako ratingová agentura při jeho stanovení. Ideální situací by bylo využít pro stanovení nCK ratingu, který již byl nezávislou agenturou pro oceňovanou společnost stanoven. To je ale v českém prostředí situace relativně vzácná i vzhledem k nákladům, které je třeba v souvislosti se stanovením ratingu ze strany podniku vynaložit. Další skupinou jsou samotné podniky, které v situacích plánování vlastní finanční pozice musí s nCK počítat. Podniky však vychází zpravidla z vlastní zkušenosti a z přímého kontaktu s bankami, kdy jejich odhady se zakládají často přímo na nabídkách jednotlivých bankovních institucí. To jsou samozřejmě také informace, které znalec či odhadce většinou k dispozici nemají. Navíc znalec či odhadce (zejména pokud odhadují například tržní či objektivizovanou hodnotu) musí zohlednit i výši úrokových sazeb, které jsou na trhu obvyklé pro podnik v podobném odvětví a s podobnou finanční kondicí. Takový odhad se tedy může lišit od toho, který by ve stejném okamžiku provedl management podniku.

Cílem tohoto článku je vybrat takové faktory, které by znalec či odhadce při odhadu nCK pro účely ocenění podniku mohl či měl vzít v úvahu. Faktory jsou analyzovány nejen z hlediska vlivu na nCK ale i z hlediska dostupnosti dat a proveditelnosti následné statické analýzy.

## **2 Použité metody**

V tomto článku je použita kvalitativní analýza jednotlivých faktorů, které by mohly ovlivňovat výši nCK. Kvalitativní analýza jednotlivých faktorů by měla předcházet statistickému testování vzájemných závislostí. Vzhledem k tomu, že článek je součástí širšího projektu, statistické testování jednotlivých faktorů je publikováno samostatně. Analyzované faktory jsou vybrány na základě literární rešerše nebo na základě vlastní analýzy. Důvod výběru každého konkrétního faktoru je popsán v příslušné části týkající se jeho analýzy.

## **3 Kvalitativní analýza faktorů potenciálně ovlivňujících výši nCK**

Prvním faktorem ovlivňujícím výši nCK který se v oblasti oceňování podniků nabízí je *úrokové krytí*, které udává, zda je společnost schopna svým provozním ziskem pokrýt úrokové zatížení, které jí z úročených závazků vyplývá. Růčková (2019, s. 69) uvádí, že neschopnost platit úrokové platby ze zisku může být znakem blížícího se úpadku. Vysoké úrokové krytí by tedy mělo pro věřitele znamenat menší riziko, že dlužník nebude schopen plnit finanční závazky, které mu z dluhu vyplývají. Riziková přírážka a tím i celkové nCK by tedy měly být menší než v případě dlužníka s nízkým úrokovým krytím, kde je možné do jisté míry očekávat i promítnutí rizika finanční tísně do výše úrokové sazby.

Tento ukazatel je pro odhad nCK využíván i v modelu úrokového krytí, který na základě amerických dat zpracoval Damodaran (2006), a který doporučuje i Mařík

(2018). Závislost nCK na úrokovém krytí ve své práci dokazuje i Podškubka (2012). Zatímco Damodaran (2006) využívá pro stanovení výše úrokového krytí zisk před úroky a daní (EBIT), Podškubka (2012) dává přednost použití zisku před úroky, daní a odpisy (EBITDA). Využití EBIT je problematické zejména proto, že v mezinárodním srovnání povede pravděpodobně k větším odchylkám z důvodu využití jiných účetních standardů, kdy právě v hodnotách odpisů bývají výrazné rozdíly.

Dalším faktorem, který je vhodné vzít v úvahu je *absolutní hodnota úročeného cizího kapitálu*. Ta byla zvolena proto, že na základě dat zveřejňovaných ČNB v databázi ARAD (ČNB, 2018) o nově poskytnutých úvěrech, lze pozorovat, že se úrokové sazby z úvěrů nad 30 mil. Kč pohybují níže než úrokové sazby z úvěrů v rozpětí od 7,5 do 30 mil. Kč, které jsou nižší než úrokové sazby z úvěrů do 7,5 mil. Kč. S rostoucím objemem úvěru lze tedy očekávat pokles úrokové sazby. Tuto skutečnost shrnuje Tab. 1, z níž je patrné, že v případě 97 z celkových 103 pozorovaných měsíců v období od ledna 2010 do července 2018 byly úrokové sazby nejnižší v případě objemů úvěru nad 30 mil. Kč a zároveň nejvyšší u úvěrů do 7,5 mil. Kč (tj. úrokové sazby klesaly s rostoucím objemem úvěru). Jedním z důvodů, proč jsou objemnější úvěry levnější, je fakt, že tyto úvěry jsou často účelové a bývají kryté nějakou formou zajištění ať už je jím zástava či ručení a nebývají využívány na pokrytí provozních potřeb. Tabulka níže obsahuje jak úvěry s fixní, tak s plovoucí sazbou, přičemž úvěry s plovoucí sazbou mají většinou delší dobu fixace a jsou sjednávány pro větší objemy než úvěry s fixní sazbou. Úvěry s plovoucí sazbou mají tedy v uvedeném přehledu výrazně větší váhu. To, jestli jsou stávající nCK podniku (a to ve formě úvěru i případně dluhopisu) stanoveny jako fixní nebo plovoucí není faktorem, který by z pohledu odhadce ovlivňoval výši odhadu nCK pro následující období.

**Tab. 1 Vývoj úrokové sazby při růstu objemu úvěru 2010–2018 (nové úvěry)**

Reakce nCK na změnu objemu	Počet měsíců	Podíl
nCK neklesají s růstem objemu úvěru	6	6 %
nCK klesají s růstem objemu úvěru	97	94 %
<b>Měsíce celkem</b>	<b>103</b>	<b>100 %</b>

Zdroj: Vlastní zpracování s použitím dat z databáze ARAD (ČNB, 2018).

Protože údaje o objemech jednotlivých úvěrů často nelze vyčíst z účetních závěrek je možné využít alternativní pohled a tuto proměnnou nahradit celkovou výší úročeného cizího kapitálu. Toto zjednodušení vychází z předpokladu, že se podniky chovají racionálně a snaží se získat nejvýhodnější úrok. To znamená, že namísto většího počtu menších úvěrů s vyšší úrokovou sazbou by měly volit jeden větší úvěr s nižší úrokovou sazbou. Předpokladem je, že případné úvěry na provozní účely budou tvořit menší část celkových zpoplatněných cizích zdrojů.

Dalším faktorem, který ovlivňuje výši nákladů cizího kapitálu, a který je někdy opomíjen, je *doba splatnosti dluhu*. Vyhodnocení této veličiny v praxi, ale komplikuje:

- a) nedostupnost této informace z hromadných dat a tím omezená možnost srovnání doby splatnosti dluhu u obdobných podniků,
- b) nejednoznačnost vlivu na nCK.

Tato nejednoznačnost je způsobena složením nominálních nCK, které je možné kromě jiných způsobů zapsat také takto:

$$\text{nCK}_n = \text{nCK}_r + \text{inflační prémie} + \text{prémie úrokové sazby}, \quad (1)$$

kde  $\text{nCK}_n$  vyjadřuje nominální úrokovou sazbu (nominální náklady cizího kapitálu),  $\text{nCK}_r$  vyjadřuje reálnou úrokovou sazbu (reálné náklady cizího kapitálu).

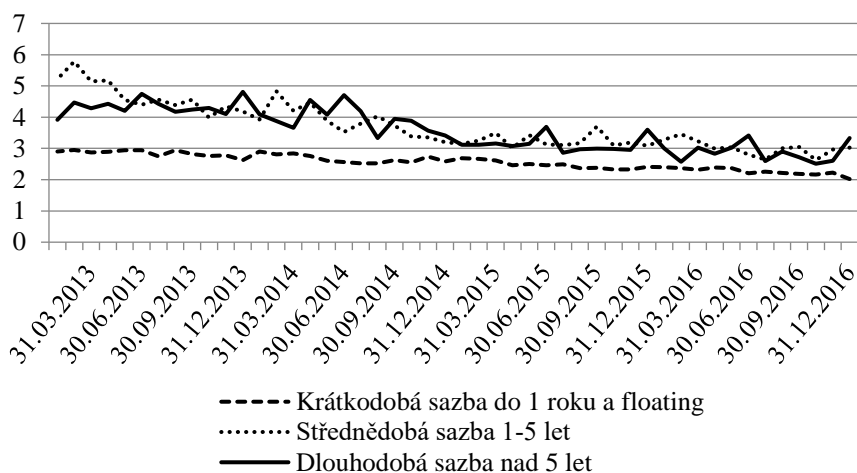
Protože jak uvádí Ross a kol. (1998, s. 196), dlouhodobé dluhopisy mají vyšší riziko ztráty plynoucí z potenciální budoucí změny úrokových sazeb než krátkodobé úvěry. Věřitelé tedy za toto riziko požadují odměnu, která narůstá s dobou splatnosti úvěru (prémie úrokové sazby). Nárůst této premie však není nekonečný a postupně zpomaluje. Ross a kol. (1998, s. 196) sice hovoří o dluhopisech, ale toto vysvětlení platí i pro úroky z úvěrů, které jsou v podmínkách ČR běžnější. Problém však způsobuje hlavně druhá komponenta nCK, kterou je inflační premie. Ta může být někdy rostoucí a někdy klesající. Její vývoj závisí na inflačních očekáváních věřitelů. Pokud je očekáván nárůst inflace, inflační premie bude mít rostoucí charakter a dlouhodobé úvěry budou dražší než ty krátkodobé. Pokud ale věřitelé budou očekávat pokles inflace, může dojít k tomu, že efekt z klesající inflační premie převáží efekt z rostoucí premie úrokové sazby. Tuto možnost ostatně potvrzuje i pohled na vývoj úrokových sazeb v Tab. 2, o nichž se nedá říci, že by rostly s dobou splatnosti. ČNB (2018) zveřejňuje data rozdělená do tří kategorií podle objemu úvěru a v rámci každé této kategorie sleduje úroky rozdělené ještě podle doby fixace na úvěry do 1 roku včetně, úvěry nad jeden rok do pěti let včetně a úvěry s fixací nad pět let. Ze 103 sledovaných měsíců v období leden 2004 až červenec 2018 se asi ve 2/3 případů pohybovaly úrokové sazby nezávisle na době fixace (ani pokles ani růst) a pouze asi v 1/3 rostly s dobou fixace. U úvěrů nad 30 mil. Kč, nelze z tohoto pohledu vývoj hodnotit, protože většina těchto úvěrů má fixaci do 1 roku či plovoucí sazbu.

Tuto skutečnost lze pozorovat i na grafickém zobrazení, kdy je sice vidět, že krátkodobé sazby se v období let 2013 – 2016 pohybovaly níže než sazby střednědobé a sazby dlouhodobé, ale mezi střednědobými a dlouhodobými sazbami už žádný ustálený rozdíl není možné sledovat.

**Tab. 2** Změny úrokové sazby v závislosti na době fixace (nové úvěry)

Reakce nCK na změnu fixace	Úvěry podle objemu		
	do 7,5 mil. Kč	7,5 – 30 mil. Kč	Celkem
nCK rostou s dobou splatnosti	21	51	72
nCK klesají s dobou splatnosti	1	0	1
nCK neklesají ani nerostou s dobou splatnosti	81	52	133
Měsíce celkem	103	103	206

Zdroj: Vlastní zpracování s použitím dat z databáze ARAD (ČNB, 2018).

**Obr. 1** Vývoj úrokových sazeb (v %) u úvěrů o objemu do 30 mil. Kč v letech 2013–2016

Zdroj: Vlastní zpracování s použitím dat z databáze ARAD (ČNB, 2018).

Na základě analýzy datových řad databáze ARAD lze za určitých okolností odhadnout nCK podniku podle délky plánovaného období (která by měla přibližně odpovídat době fixace úvěru) a na základě objemu úvěru.

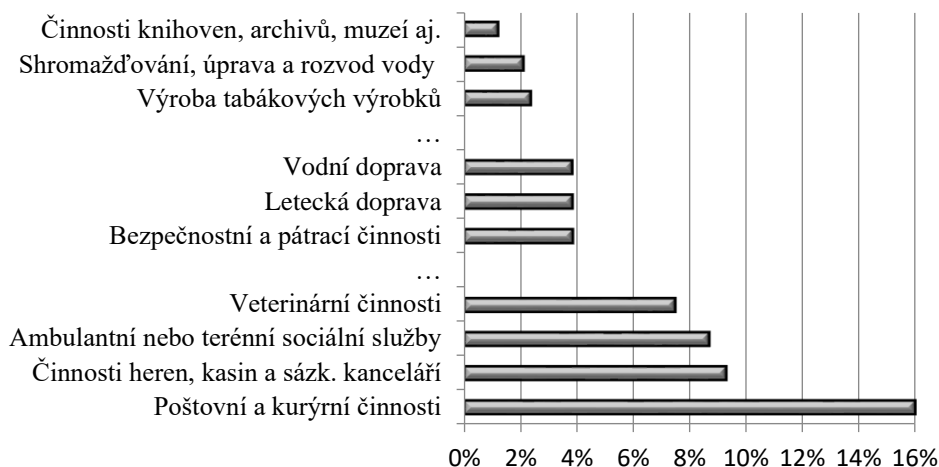
Důležitým faktorem, který by měl při stanovení výše úroku hrát roli je také *zajištění*, které značně eliminuje riziko, že dluh nebude v budoucnu zcela splacen. Zjištění, zda a jak je u srovnatelných podniků dluh zajištěn je prakticky nemožné. Lze ale vyjít při hodnocení alespoň ze zjednodušeného pojetí. Aby mohl být dluh zajištěn, musí k tomu dlužník disponovat aktivem, které je k účelu zajištění vhodné. Takovými aktivy jsou zejména dlouhodobá hmotná aktiva. K vyjádření možnosti zajištění lze tedy využít např. podíl dlouhodobých hmotných aktiv (dále jen FTA) na celkových aktivech (A). Vyjádření zajištění je i tak problematické s ohledem na to, že nemusí jít o ručení vlastními aktivy, ale záruky mohou poskytnout i jiné

subjekty, což se zpravidla děje u spřízněných právnických osob. Posouzení vlivu tohoto faktoru na nCK je tedy velmi těžce měřitelné.

Dále lze očekávat, že výše úrokových sazeb se bude měnit i s *odvětvím*, ve kterém podnik působí, a to nejen prostřednictvím podobných finančních charakteristik jednotlivých podniků v rámci stejného odvětví, ale i z důvodu obdobného obchodního rizika. Vliv odvětví se tak do určité míry bude prolínat s vlivem ostatních jmenovaných faktorů. Například v případě společností působících v oblasti služeb budou možnosti zajištění horší než u výrobních podniků, které zpravidla drží více dlouhodobých hmotných aktiv (rozdíl je hlavně u strojů a zařízení). Zohlednění tohoto faktoru je tedy nutné provádět opatrně, aby nedocházelo ke dvojímu zohlednění některých skutečností.

To že se úrokové sazby napříč odvětvími liší, dokazuje i níže uvedený obrázek, který uvádí jako příklad vážené průměry úrokových měr některých odvětví sledovaných na českých podnicích za období let 2013 – 2016. Vahami byla celková výše úročeného cizího kapitálu a data byla čerpána z databáze Amadeus (BVD, 2018).

**Obr. 2 Úroková míra podle odvětví CZ-NACE (medián za roky 2013–2016)**



Zdroj: Vlastní zpracování s použitím dat z databáze Amadeus (BVD, 2018).

*Velikost* společnosti je dalším faktorem, který by měl, podle Damodarana (2006) a Podšubky (2012), mít na hodnotu úroku vliv. Lze očekávat, že čím větší společnost je, tím větší bude mít šanci získat nízký úrok. Předpokladem této úvahy je, že aby společnost vyrostla do určité velikosti, musí na trhu už nějakou dobu působit a mít tedy za sebou už nějakou historii, z níž lze odhadovat šanci na její budoucí úspěchy. Mělo by tedy zřídka jít o společnosti na trhu nové, které jsou

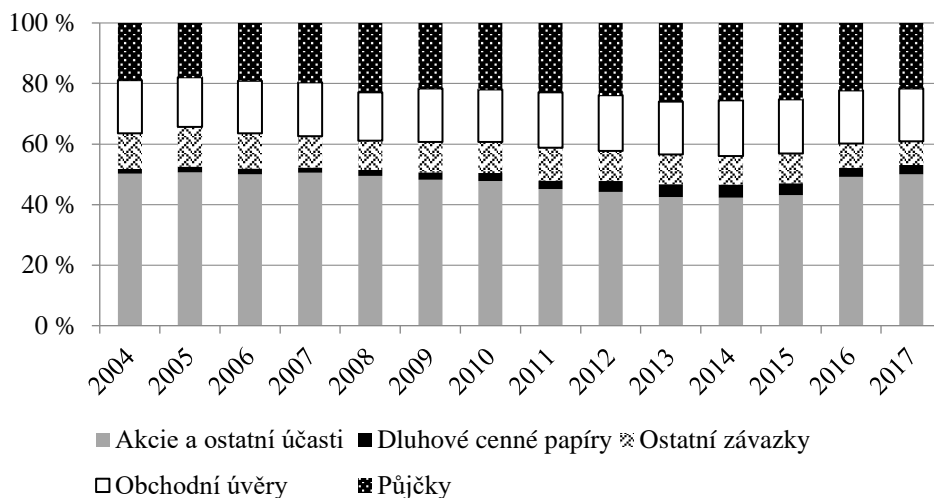
rizikovější. Obdobně se vyjadřuje i Růčková (2019, s.69), která píše, že podniky, které dosahují vyššího růstu tržeb, jsou schopny v mnohem větším rozsahu využívat cizí kapitál, protože jsou s to platit fixní částku úroku. Velké podniky jsou také často součástí nějaké skupiny, což vede opět k tomu, že i velikost společnosti se jako faktor vlivu prolíná s faktorem možností zajištění.

Úroková sazba by se měla měnit i v závislosti na míře *zadlužení*. S rostoucím zadlužením by měla růst i úroková sazba, kterou je podnik schopen si sjednat. Teoreticky by rostoucí hodnota nákladů finanční tísně měla postupně eliminovat pozitivní vliv rostoucího daňového štítu při vyšší úrovni zadlužení společnosti. Oba tyto efekty mají protichůdný průběh a měly by tak určovat optimální hodnotu zadlužení (Lodowicks, 2007, s. 2). Tento, na poli teorie přijatý vztah, graficky znázorňuje Ross a kol. (2013). Vztah obou veličin, který vyjadřuje skutečnost, že při vysoké úrovni zadlužení se podnik dostane do potíží a jeho hodnota začne klesat, však nemá matematické vyjádření, které by se v praxi dalo použít, jak uvádí Maříková a Mařík (2008, s. 40). Na rozdíl od úspory z titulu daňového štítu se tedy potenciální riziko z titulu nákladů finanční tísně v běžně používaných vzorcích pro odhad nákladů cizího kapitálu neuvádí. V případě výnosových ocenění se splněným předpokladem neomezeně pokračujícího podniku je riziko finanční tísně poměrně malé a v těchto oceněních se pomíjí. Není to ideální řešení, ale z hlediska praxe by dodatečná náročnost ocenění zdaleka převyšovala přínosy plynoucí z dodatečného zvýšení přesnosti odhadu. Vzhledem k ostatním veličinám, které nCK ovlivňují je ale třeba zmínit, že výše cizího úročeného kapitálu bude mít na nCK dva protichůdné vlivy a to:

- a) Negativní: s růstem zadlužení rostou nCK, protože roste riziko vzniku finanční tísně. Růst tohoto rizika se ale bude pravděpodobně projevovat skokově, kdy např. nebude rozdíl v nCK při zadlužení 20 % nebo 30 % ale nCK se výrazně zvýší v okamžiku, kdy se podnik přiblíží k hranici finanční tísně.
- b) Pozitivní: při větších objemech úvěru poskytují banky nižší úrokovou sazbu, což při jinak neměnných okolnostech znamená nižší sazbu při vyšším zadlužení.

Dalším faktorem, jehož vliv nelze pominout, je *rentabilita*. Lze očekávat, že podniky s vyšší rentabilitou budou pro věřitele představovat menší riziko nesplacení úvěru. Jelikož úrok lze, v případě cizího kapitálu, vnímat mimo jiné i jako odměnu za riziko, měla by vyšší rentabilita mít za následek nižší úrokovou sazbu.

**Obr. 3 Struktura financování českých podniků 2004 – 2017**



Zdroj: Vlastní zpracování s použitím dat (MPO, 2017) a (ČNB, 2018).

Je ale třeba mít na paměti, že výši úrokové sazby (tedy  $n_{CK}$ ) v podmínkách České republiky ovlivňují svým rozhodnutím z velké části také samotné bankovní instituce. Jak je vidět na Obr. 3, v sektoru nefinančních podniků tvoří bankovní úvěry dlouhodobě 20 % všech zdrojů a pouze zanedbatelnou část v řádu několika jednotek procent tvořily dluhopisy, u kterých výši nákladů na cizí kapitál ovlivňuje emitent. Přes 40 % zdrojů financování je prostřednictvím vlastního kapitálu. A zbývajících asi 30 % je tvořeno z větší části z neúročených závazků z obchodních vztahů a závazků vůči spřízněným osobám, kde je otázka úročení podřízena vnitropodnikové politice. Ačkoli i zde by na základě předpisů upravujících transferové ceny měla úroková sazba odpovídat sazbě na trhu obvyklé. Půjčky tedy tvoří asi 1/3 financování z cizích zdrojů a asi 94 % placených zdrojů financování (zbytek připadá na dluhopisy a půjčky od spřízněných stran).

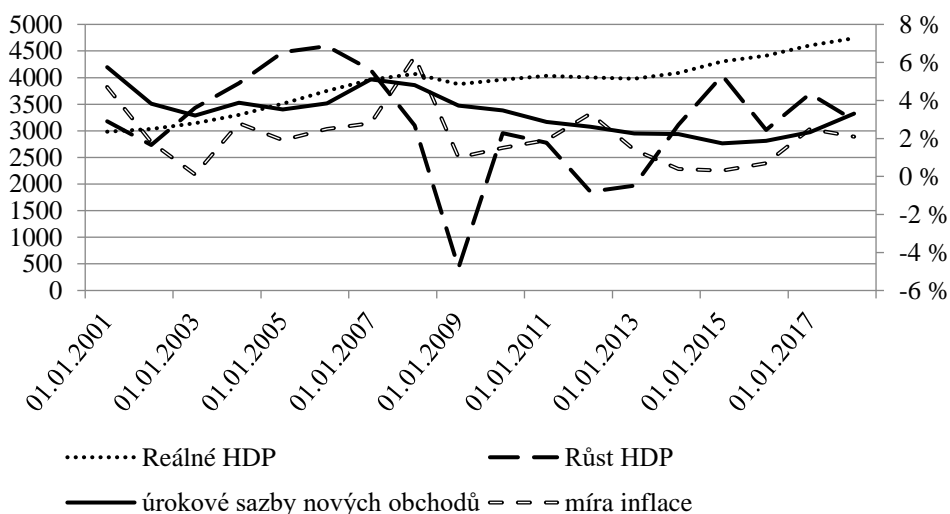
Banky se, mimo jiné, při poskytování úvěrů řídí zákonem nabídky a poptávky. Jak popisují Melitz a Pardue (1973) po překonání přechodové fáze, kdy může schopnost vlastního financování snížit poptávku po úvěrech, má nakonec růst permanentního příjmu na tuto poptávku pozitivní vliv. Tento efekt popisuje Kashyap et al. (1993), který uvádí, že úrokové sazby úvěrů pozitivně závisí na výši *reálného HDP a inflaci*. Lepší hospodářské podmínky zvyšují počet realizovaných projektů a tím zvyšují poptávku po úvěrech. Velmi zjednodušeně řečeno, je-li poptávka po úvěrech vysoká a poptávka po depozitních produktech nízká, banky mají prostor zvýšit úrokovou sazbu, aby motivovaly klienty k využití depozitních produktů. Tento vývoj je možné popsat i z druhé strany (Gambacorta, 2004), kdy jsou depositní úrokové sazby negativně ovlivněné reálným HDP a inflací. Vyšší příjem (zejména



ten neočekávaný) je primárně ukládán na běžných účtech, což snižuje motivaci bank nabízet vyšší depositní úrokové sazby. Tím se zvyšuje atraktivita ostatních investičních příležitostí (bezrizikové cenné papíry). Toto snížení poptávky po depositních produktech vytváří tlak na zvyšování depositních úrokových sazeb. Toto chování bankovních institucí by bylo možné zohlednit prostřednictvím faktoru času, kdy v letech s vysokým růstem HDP by měly úrokové sazby být vyšší než v letech, kdy HDP klesá nebo roste pomaleji. Pokud tedy ekonomika zesiluje, zvyšuje se poptávka po penězích jako důsledek vyšších výdajů ať už na investice či spotřebu. Vyšší poptávka pak způsobuje tlak na růst ceny peněz, tedy na růst úrokových sazeb. Vyšší výkonnost ekonomiky je také spojená s růstem inflace, kterému se centrální bankovní autority brání tím, že zvyšují základní úrokové sazby, což působí na růst požadovaných výnosností státních dluhopisů v období vyšší ekonomické výkonnosti země. Jak je ale patrné z vývoje v posledních letech, tento vztah nemusí platit vždy. Negativně korelované HDP a nČK by naopak odpovídalo logice, že při horší výkonnosti ekonomiky ji bude půjčka stát více, protože věřitelé ji budou považovat za rizikovější a za toto riziko budou požadovat odměnu ve formě vyššího výnosu.

Zcela jinou optikou se na vzájemný vztah úrokových sazeb a HDP dívá Federální Rezervní Banka USA (dále jen FED), která na základě spreadu výnosnosti 10letých a 3letých státních dluhopisů odhaduje vývoj reálného HDP. Závislost je tedy vnímána opačně, kdy úrokové sazby vystupují v roli vysvětlující proměnné, na níž je závislý vývoj HDP.

**Obr. 4 Vztah reálného HDP (v mld. Kč) a úrokových sazeb v ČR 2001 – 2018**



Zdroj: Vlastní zpracování s použitím dat (ČNB, 2018; ČSÚ, 2019).

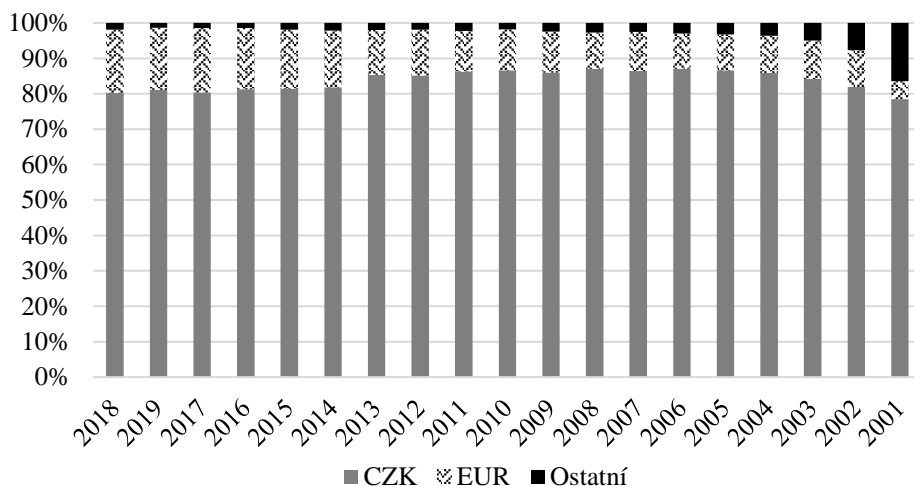
V českých podmínkách nelze tento vztah potvrdit. Jak je patrné z obrázku níže, mezi výší reálného HDP ani tempem jeho růstu a vývojem úrokových sazeb nových úvěrů žádnou závislost pozorovat nelze. Vztah těchto veličin je uveden na Obr. 4. Korelační koeficienty mezi výší úrokových sazeb a výší reálného HDP (resp. mírou inflace) vyšly sice v takové výši, která by jistou závislost mohla naznačovat, tedy – 0,54 (resp. 0,69), ale vzhledem k malému počtu pozorování nelze tyto vztahy považovat za průkazné.

Ve výčtu faktorů, které mohou ovlivňovat výši úroku, má své místo i *obchodovatelnost akcií* zejména na regulovaných trzích. Nejde přímo o to, že by samotná obchodovatelnost měla na výši úroku vliv, ale to, jaké společné znaky obchodované a na burze kótované společnosti mají. Tyto znaky vyplývají v České republice ze zákona č. (256/2004) Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, který stanovuje informační povinnosti emitentů cenných papírů. Společnosti, jejichž akcie jsou obchodované na regulovaných trzích, mají v porovnání se společnostmi neobchodovanými dodatečné povinnosti, které přispívají k transparentnosti jejich účetních dat a jejich činnosti. Tyto povinnosti je možné rozdělit do dvou hlavních skupin, a to periodicita zveřejňování informací a objem informací, které musí být zveřejněny. Povinnosti emitentů cenných papírů přehledně shrnuje Král (2015). Je možné očekávat, že společnosti transparentnější budou dosahovat nižších úrokových sazeb tak, jako to ostatně dokazují již provedené studie: Aivazian a kol. (2015), Bonfim a kol. (2018), Ertugrul a kol. (2017) či Kiefer a Schorn (2009), které se všechny z různých úhlů pohledu zabývají tím, jak dostupnost či nedostupnost informací o společnosti ovlivňuje výši jejích úrokových sazeb. Lze z nich vyvodit závěr, že transparentní společnosti jsou považovány za méně rizikové. Výše uvedený zákon však ukládá širší informační povinnosti nejen emitentům kótovaných akcií, ale i jiným emitentům cenných papírů. Stejně povinnosti tedy mají mimo jiné i emitenti kótovaných dluhopisů, takže i jich by se měla týkat nižší nCK z titulu vyšší transparentnosti. K 31. 12. 2016 evidovala ČNB (2019) pouze 104 emitentů cenných papírů. Tato skupina je tedy v českém prostředí zanedbatelná. Navíc v případě emitentů CP jde většinou o větší společnosti, takže by opět docházelo k dvojímu zohlednění určitých skutečností. Je tedy lépe tento faktor neuvažovat.

Protože jsou celkové nCK z velké části určeny bezrizikovou sazbou je zřejmé, že faktorem zásadně ovlivňujícím výši úrokové sazby může být i *měna*, ve které je úvěr sjednán. Jak už bylo uvedeno, bezriziková sazba se dá nejlépe ztotožnit s výnosem státního dluhopisu (alespoň ve stabilních ekonomikách). V případě úvěru v CZK bude tedy vycházet z výnosu státního dluhopisu ČR, v případě úvěru v EUR z výnosu dluhopisu Eurozóny apod. Tyto sazby mohou samozřejmě být velmi rozdílné podle toho, jaké cíle dané centrálně-bankovní autority sledují.

Při pohledu na níže uvedený Obr. 5 je však zřejmé, že více než 80 % objemu úvěrů je v České republice sjednáno v CZK, necelých 20 % v EUR a objemy sjednané v ostatních měnách tvoří zejména v posledních letech zanedbatelné podíly.

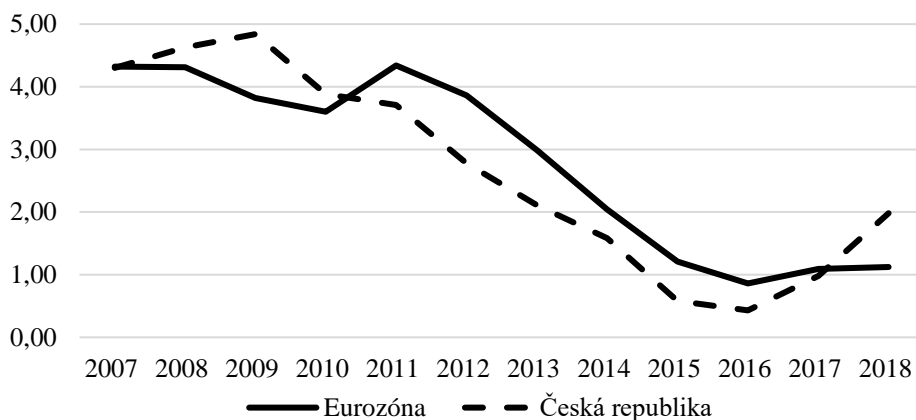
**Obr. 5 Podíly nových bankovních úvěrů podle měny úvěru 2001–2018**



Zdroj: Vlastní zpracování s použitím dat ČNB (2018).

Při porovnání výnosností 10letých dluhopisů ČR a Eurozóny znázorněných na Obr. 6 je vidět, že se dlouhodobě vyvíjí stejným směrem a příliš se od sebe nevzdalují. Jedním z důvodů tohoto vývoje je provázanost hospodářství ČR a EU. Není důvod se domnívat, že by se tato situace měla do budoucna měnit. Údaje o měně úvěru nejsou z výročních zpráv jednotlivých společností dostupné, a tak touto proměnnou a její vliv lze u konkrétního podniku vyhodnotit jen těžko. Vzhledem k výše uvedeným skutečnostem to ale není zásadní problém.

**Obr. 6 Výnos 10letého dluhopisu ČR a Eurozóny v letech 2007–2018 (v %)**



Zdroj: Vlastní zpracování s použitím dat Eurostat (2019) a ČNB (2018).

Na závěr uvádím pro lepší orientaci v **Error! Reference source not found.** přehled v šech vybraných faktorů, u kterých je možné na základě kvalitativní analýzy očekávat vliv na nCK. V tabulce je také uvedeno, jakou proměnnou lze daný faktor aproximovat pro potřeby statistické analýzy.

**Tab. 3 Přehled vybraných faktorů ovlivňujících nCK a jejich aproximace**

Faktor ovlivňující nCK	Aproximace kvalitativní či kvantitativní proměnnou
<b>Zadluženost, bonita, riziko selhání dluhu</b>	Úrokové krytí, zadluženost
<b>Objem úvěru, velikost společnosti</b>	Absolutní výše cizího úročeného kapitálu
<b>Velikost společnosti</b>	Tržby, Aktiva, EBIT, EBITDA, VK
<b>Možnosti zástavy</b>	FA/A
<b>Možnosti ručení, finanční charakteristiky, odvětvové riziko</b>	Odvětví
<b>Vývoj hospodářského cyklu, inflace a poptávky po úvěrových produktech</b>	Rok
<b>Zadluženost, bonita, riziko selhání dluhu</b>	Ukazatele zadluženosti
<b>Výnosnost, riziko selhání dluhu</b>	Ukazatele rentability
<b>Obchodovatelnost akcií</b>	
<b>Doba splatnosti / fixace dluhu</b>	
<b>Měna úvěru</b>	

Zdroj: Vlastní zpracování.

Na základě provedené analýzy lze očekávat, že zkoumané faktory budou působit následovně:

- Přímá úměra (s růstem hodnoty faktoru rostou nCK): zadluženost.
- Nepřímá úměra (s růstem hodnoty faktoru klesají nCK): úrokové krytí, velikost společnosti, možnosti zástavy, rentabilita, objem úvěru.
- Kvalitativní faktory (nelze na ně nahlížet z pohledu přímé či nepřímé úměry): odvětví, fáze hospodářského cyklu (vyjádřená rokem).
- Faktory, které je lépe vynechat (nedostatek dat, působí nejasně, mají protichůdné vlivy, či jsou relevantní jen pro úzkou skupinu podniků): obchodovatelnost akcií, měna úvěru, doba splatnosti úvěru či doba fixace úrokové sazby.

Výše nCK se také přímo odvíjí od výše **ratingu** daného podniku. Vzhledem k finanční náročnosti získání ratingového hodnocení renomovanou agenturou, touto informací většina podniků v České republice nedisponuje. Některé metody odhadu

nCK (metody ratingové analogie) stanovení alespoň přibližného ratingu požadují. Odhadce či znalec by tak v těchto případech musel nějakým (většinou velmi zjednodušeným) způsobem rating vlastními silami odhadnout. Ani samotné stanovení ratingu ale nevede k jednoznačným odhadům nCK a je tak třeba rozhodnout o jejich výši na základě více či méně subjektivních úvah. Tyto úvahy se mohou opírat například o alespoň zběžné vyhodnocení faktorů uvedených v tomto příspěvku. Tato kvalitativní analýza také sloužila jako předvýběr faktorů pro statistickou analýzu, která byla provedena a publikována samostatně.

#### 4 Závěr

Předmětem příspěvku byla kvalitativní analýza faktorů, které mají vliv na výši nákladů cizího kapitálu. Jde o faktory, které jsou potenciálně použitelné při odhadu nákladů cizího kapitálu pro účely ocenění podniku. Je na ně tedy nahlíženo perspektivou znalce či odhadce. Kvalitativní analýza těchto faktorů slouží nejen jako vodítko pro to, které faktory a jak v odhadu zohlednit, ale i jako prvotní předvýběr faktorů, které budou v rámci širšího projektu dále testovány s použitím statistické analýzy. Zkoumané faktory lze rozdělit podle očekávaného vlivu na CK do čtyř skupin. První skupinou jsou ty faktory, u kterých lze očekávat vztah nepřímé úměry. Druhá skupina jsou logicky ty, u nichž lze očekávat vztah přímé úměry. Poslední dvě skupiny jsou faktory kvalitativního charakteru, jejichž vztah nelze soudit optikou přímé či nepřímé úměry a faktory, u nichž bude další statistické zkoumání či reflektování v odhadu nCK nemožné či nevhodné. Faktorem s přímo úměrným vztahem je pouze zadlužení. Faktorů s nepřímou úměrou je nejvíce a patří k nim: úrokové krytí, velikost společnosti, možnosti zástavy, rentabilita, objem úvěru. Kvalitativní faktory byly zkoumány dva, a to odvětví a fáze hospodářského cyklu vyjádřená rokem. Kdyby byla fáze hospodářského cyklu vyjádřená tempem růstu či poklesu HDP jednalo by se o kvantitativní proměnnou. Její vliv by však byl nejasný, protože vývoj v posledních letech, kdy byly úrokové sazby nízké při rostoucím HDP, neodpovídá obecným očekáváním. Faktory, které je pravděpodobně lepší z hodnocení nCK vynechat, zahrnují například obchodovatelnost akcií, měnu úvěru, dobu splatnosti úvěru či dobu fixace úrokové sazby. U většiny z nich je důvodem nejasný vliv na výši nCK, který může být někdy přímo jindy nepřímou úměrný. Takové faktory by bylo potřeba rozložit na další dílčí faktory, tak aby bylo možné izolovaně posuzovat jejich vliv. Například namísto doby splatnosti úvěru hodnotit samostatně inflační očekávání a riziko ztráty plynoucí z budoucí změny úrokových sazeb. Tyto faktory však lze těžko analyzovat z důvodu nedostatku dat.

## Literatura

AIVAZIAN, V. A., QIU, J., RAHAMAN, M. M., 2015. Bank Loan Contracting and Corporate Diversification: Does Organizational Structure Matter to Lenders? *Journal of Financial Intermediation*. Roč. 24, č. 2, s. 252–282. doi: 10.1016/j.jfi.2015.02.002.

BVD [Bureau van Dijk], 2018. *Amadeus Database Online* [online]. Amsterdam: Bureau van Dijk. [vid. 25. 7. 2018]. Dostupné z: <<https://amadeus.bvdinfo.com/home.serv?product=amadeusneo>>.

BONFIM, D., DAI, Q., FRANCO, F., 2018. The number of bank relationships and borrowing costs: The role of information asymmetries. *Journal of Empirical Finance*. Roč. 46, s. 191–209. doi: 10.1016/j.jempfin.2017.12.005.

ČNB, 2018. *Systém časových řad ARAD* [online]. [vid. 26. 9. 2018]. Dostupné z: <<https://www.cnb.cz/docs/ARADY/HTML/index.htm>>.

ČNB, 2019. *Seznamy regulovaných a registrovaných subjektů finančního trhu* [online]. [vid. 29. 8. 2019], Dostupné z: <[https://apl.cnb.cz/apljerrsdad/JERRS.WEB07.INTRO\\_PAGE?p\\_lang=cz](https://apl.cnb.cz/apljerrsdad/JERRS.WEB07.INTRO_PAGE?p_lang=cz)>.

ČSÚ, 2019. *Hlavní makroekonomické ukazatele* [online]. [vid. 10. 11. 2019], Dostupné z: <[https://www.czso.cz/csu/czso/hmu\\_cr](https://www.czso.cz/csu/czso/hmu_cr)>.

DAMODARAN, A., 2006. *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. New York: Wiley.

ERTUGRUL, M., LEI, J., QIU, J., WAN, C., 2017. Annual Report Readability, Tone Ambiguity, and the Cost of Borrowing. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Roč. 52, č. 2, s. 811–836. doi: 10.1017/s0022109017000187.

EUROSTAT, 2019. *EMU convergence criterion series - annual data* [online]. [vid. 23. 9. 2019]. Dostupné z: <<https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&in it=1&language=en&pcode=tec00097&plugin=1>>.

GAMBACORTA, L., 2004. *How Do Banks Set Interest Rates?* [online]. B.m.: National Bureau of Economic Research [vid. 3. 12. 2018]. Working Paper 10295. Dostupné z: doi:10.3386/w10295.

KASHYAP, A., STEIN, J., WILCOX, D., 1993. Monetary Policy and Credit Conditions: Evidence from the Composition of External Finance. *American Economic Review*. Roč. 83, č. 1, s. 78–98.

KIEFER, K., SCHORN, P., 2009. Auswirkungen der IFRS-Umstellung auf die Risikoprämie von Unternehmensanleihen - Eine empirische Studie für Deutschland, Österreich und die Schweiz. *Zeitschrift für Betriebswirtschaft*. Roč. 79, č. 3, s. 335–365. doi: 10.1007/s11573-008-0222-9.

KRÁL, Š., 2015. *Povinnosti tzv. kótovaných akciových společností* [online]. Praha: Univerzita Karlova. Diplomová práce. Dostupné z: <<https://is.cuni.cz/webapps/zzp/download/120211335>>.

LODOWICKS, A., 2007. *Riskantes Fremdkapital in der Unternehmensbewertung (Bewertung von Insolvenzkosten auf Basis der Discounted-Cashflow Theorie)*. Wiesbaden: Deutscher Universitäts-Verlag.

MAŘÍK, M., a kol., 2018. *Metody oceňování podniku - proces ocenění, základní metody a postupy*. Praha: Ekopress.

MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M., 2008. *Diskontní míra pro výnosové oceňování podniku*. Praha: Oeconomica.

MELITZ, J., PARDUE, M., 1973. The Demand and Supply of Commercial Bank Loans. *Journal of Money, Credit and Banking*. Roč. 5, č. 2, s. 69–692. doi: 10.2307/1991388.

MPO [Ministerstvo průmyslu a obchodu], 2017. *Panorama zpracovatelského průmyslu ČR (Interaktivní tabulka)* [online]. [vid. 3. 12. 2018]. Dostupné z: <<https://www.mpo.cz/cz/panorama-interaktivni-tabulka.html>>.

PODŠKUBKA, T., 2012. *Náklady cizího kapitálu při výnosovém ocenění podniků v České republice*. Praha: Vysoká škola ekonomická. Disertační práce.

ROSS, S. A., WESTERFIELD, R. W., JAFFE, J. F., 2013. *Corporate Finance*. Irwin: McGraw-Hill.

ROSS, S. A., WESTERFIELD, R. W., JORDAN, B. D., 1998. *Fundamentals of Corporate Finance*. Irwin: McGraw-Hill.

RŮČKOVÁ, P., 2019. *Finanční analýza*. Praha: Grada.

# **Factor affecting the cost of borrowed capital from the perspective of the appraiser**

*Lucie Rudolfová*

**Abstract:**

The subject of the paper is a qualitative analysis of factors that have an impact on the costs of borrowed capital. These are potentially useful factors in estimating the cost of borrowings for business valuation purposes. They are therefore viewed from the perspective of an appraiser. A qualitative analysis of these factors serves not only as a guide which factors and how shall be taken into account in the estimation but also as an initial pre-selection of factors that will be further tested in the broader project using statistical analysis. The factors examined are indebtedness, interest coverage, business size, economic cycle phase, marketability of shares, loan currency, industry, guarantee options, maturity and loan volume.

**Keywords:** Costs of capital; Borrowed capital; Interest-bearing capital.

**JEL Classification:** G32.