

Rozbor kapitálové struktury tuzemských korporací před úpadkem[#]

*Tatiana Škerlíková**

To, že společnosti v českém prostředí odkládají vstup do insolvence, je známo ne jen z postřehů účastníků trhu (Smutný a Baše, 2010), ale také akademiků (Schönfeld aj., 2013, Schönfeld – Smrčka, 2012, Škerlíková, 2012). Navíc postupně začínají vznikat i přesnější odhady těchto zpoždění (Rudolfová – Škerlíková, 2014). Odklad úpadku negativně ovlivňuje míru návratnosti (srovnej Smrčka aj., 2013a). Moment zahájení mohou ovlivňovat osoby, které drží nárok na majetek firmy dlužníka. Následujícím krokem je tedy zjistit, jestli vadí účastníkům trhu nízká míra návratnosti? I bez dalšího zkoumání, postačí říci ano. Vadí jim ale tak zásadně, aby podnikli kroky proti ní? Lze tyto kroky uskutečnit? Dostanou po vynaložení úsilí adekvátní protiplnění? Jsou ochotni proti této nízké míře návratnosti bojovat? Jaký je vztah mezi výnosem a s ním souvisejícím rizikem? Mají účastníci trhu prostředky proti této nízké míře návratnosti bojovat v rámci dnes platného zákona?

Hlavním zaměřením mého budoucího zkoumání je tedy lépe pochopit, kdo je odpovědný za nízkou míru návratnosti, a také kdo je odpovědný za pozdě zahájená řízení. V tomto článku není podána odpověď na celou problematiku, ale jen první krok k tomuto zjištění. První otázka, kterou je nutné zodpovědět, zní: jak zjistit identitu osoby, která vyvolala zahájení insolvenčního řízení? Zhang (2009) za tímto účelem vypracoval model, který předpokládá, že banky mají již před insolvenčním řízením (dále také „IR“) specifické postavení mezi ostatními věřiteli, a tedy jsou schopné úpadek zahájit přesně v moment, kdy je hodnota společnosti v tísní po odečtení přímých nákladů úpadku rovna nesplacené části úvěru. V tomto článku za pomoci aplikace zjištění ze Zhangem (2009) publikovaném výzkumu budu zjišťovat, v kolika případech mohl být úpadek iniciován bankou jako hlavním věřitelem. Cílem tohoto článku je zjistit, v jakých rozmezích se pohybuje poměr mezi bankovním dluhem dle poslední veřejně dostupné účetní závěrky a uspokojením (návratností) po odečtení přímých nákladů řízení. Za účelem zmapování kapitálové struktury v okamžiku zahájení úpadku jsem zmapovala kapitálovou strukturu u 25 společností. V článku jsou použity údaje shromážděné z akademického výzkumu skupiny „Výzkum insolvence“ z Fakulty podnikohospodářské na Vysoké škole ekonomické v Praze (Mastodont PR, 2014). Vzhledem k tomu, že ne všechny společnosti jsou povinné vykazovat (nebo ne všechny vykazují) svoje finanční výsledky, bude můj vzorek zúžený. Ne u všech společností lze nalézt v databázi Albertina potřebná data, tím pádem je můj vzorek menší než jejich část vzorku týkající se podnikatelů (tj. zaměřím se pouze na právnické osoby, u kterých byl úpadek prohlášen). V rámci empirické části budu zjišťovat, jaká byla celková návratnost u daného dlužníka, a jaký byl poměr bankovních úvěrů k celkové návratnosti dlužníka. Cílem článku bude dále zjistit (na základě přijetí výsledků výzkumu Zhanga 2009), jestli jsou řízení ve vzorku zahájené spíše bankou nebo jiným agentem. V navazujícím výzkumu tato zjištění provážu s dalšími proměnnými dle přístupnosti dat. Především se zaměřím na strukturu úvěrů a na míru koncentrace úvěru u jednoho ústavu.

[#] Článek je zpracován jako jeden z výstupů výzkumného projektu Fakulty financí a účetnictví VŠE v Praze, který je realizován v rámci institucionální podpory VŠE IP100040.

^{*} Ing. Tatiana Škerlíková – doktorandka; Katedra financí a oceňování podniku, Fakulta Financí a účetnictví, Vysoká škola ekonomická v Praze; nám. W. Churchilla 4, 130 67 Praha 3; <tatiana.skerlikova@vse.cz>.

Přehled literatury

Aktuálně (dle úpravy platné od roku 2008) zkoumá ex-post efektivnost na tuzemském trhu vědecký tým *Výzkum insolvency*. O výsledcích z těchto výzkumů publikovala především dvojice Schönfeld a Smrčka spolu s dalšími autory, např. Schönfeld aj. (2014) nebo Schönfeld aj. (2013). Schönfeld aj. (2014) se zaměřují především na dobu trvání řízení, náklady spojené s insolvenčním řízením a nízký výnos. V poslední době se k nim připojují i další autoři, například Machek aj. (2014). Předchozí úpravou českých konkurzních řízení a jejich ex-post efektivností se zabývala dvojice Knot a Vychodil (2006). Diskutovali odlišnosti úpadečného práva napříč zeměmi a následně hodnotili konkurzy tuzemské v porovnání se zahraničními.

Shrnutí intencí jednotlivých agentů krátce před IŘ a po zahájení IŘ dle Smrčky aj. (2013a, s. 200-201) lze zapsat takto: U bank jako zajištěných věřitelů („pověštinou kvalitní zajištění“) je čistý efekt na míru návratnosti po vynaložení nákladů na monitorování (nebo tlak na restrukturalizaci a kontrolu) minimální → „mají zajištění dostatečně vysoké na to, aby se nemuseli zásadním způsobem zajímat o finanční zdraví konkrétních dlužníků“ ⇒ banky nemají intenci kontrolovat ani řídit své věřitele v reorganizaci. Na rozdíl od ostatních (nezajištěných věřitelů, kteří jsou si vědomi skutečnosti, že hodnota majetku podniku po vstupu do insolvency je minimální (tj. „možnost získat peněžní hodnoty zpátky je mizivá“) → intence aktivně se podílet na řízení úpadku případně reorganizace jsou tedy také minimální ⇒ „nezajištění věřitelé nemají intenci kontrolovat ani řídit své věřitele v reorganizaci“. (Smrčka aj., 2013a, s. 200-201).

Navíc banky ze špatných úvěrů riziko očekávají a dle svých interních postupů (případně jiných regulací) s ním nakládají předem určeným způsobem. Z tohoto důvodu mohou některé „začít panikařit“ až v případě, že jim dlužník nehradí úroky, resp. pokud se úvěr neumůže, nemusí to pro banku znamenat akutní riziko vzhledem k tomu, že poskytnutý kapitál je zajištěn¹. Zhang (2009) tvrdí, že klíč k pochopení smluv o financování, kreditním riziku a kapitálové struktuře spočívá v porozumění rozhodování o insolvencích. Jeho práce navazuje na obecně rozpoznávané znaky z teorie zastoupení před a v insolvencích a na jejich základě modeluje chování tří skupin „nárokujících“. Vzhledem k tomu, že vycházím především z americké literatury, rozhodla jsem se užívat pojem nárokující² (angl. Claimants)³. V české literatuře je tato problematika vztahu zastoupení nejkomplexněji shrnuta Richtrem (2008). Detailní analýzu správce korporace v úpadku v tuzemských podmínkách zpracovala (Gazdová, 2011). Předpokládám, že analýzy chování agentů před i v úpadku budou v budoucnosti tvořit majoritní část výzkumu na toto téma. Již dnes se objevují přístupy využívající i psychologicko-behaviorálních dat. Kupř. Houdek a Koblovský (2014) upozorňují na studie o vlivu chování manažerů při predikci finančního zdraví jimi řízených firem.

Zhang (2009) navazuje na práci autorů (Chava a Roberts, 2008, Nini aj., 2009, Roberts a Sufi, 2009) a dokazuje, že věřitelé prostřednictvím úvěrových covenantů ovlivňují, kdy společnost vstoupí do úpadku, tedy ovlivňují jak investice, tak financování firem. I další práce se zabývají rolí bank při rozhodování o úpadech. Bülow a Shoven (1978) v modelu o dvou obdobích ukazují, že střety zájmu mezi asymetrickými nárokujícími implikují, že existují okolnosti, za kterých je optimální pro banky-věřitele úpadek vynutit, i když jsou s úpadkem spojené náklady. Podle Blacka a Coxe (1976) a Careyyho a Gordyho, (2007) odvozují banky optimální hodnotu hranice (prahu) úpadku z hodnoty aktiv, pod kterou již nastává vynucený úpadek. I oni došli

¹ V tomto článku se nebudu zaměřovat na riziko vznikající z možného propadu hodnoty zástavy z důvodu prodeje majetku pod „tlakem“ v rámci likvidačního řízení. Navíc hodnota zajištění podléhá specifickému postupu oceňování pro zástavy (zajišťovací odhadovaná cena zástav je nižší než tržní cena).

² Pojem věřitel je pro mě nedostatečný, protože nezahrnuje vlastníky společnosti, kteří mají například před úpadkem, také nárok na majetek firmy.

³ Zatím jsem ekvivalent tohoto obecného pojmu v české literatuře nenašla.

k závěru, že banky hrají v rozhodnutí o úpadku klíčovou roli. A na základě zjištění dokazují, že dlužnické návrhy nikdy nebudou v takovém časovém předstihu, aby významně uspokojily všechny věřitele. Jak v jiných pracích i Zhang (2009) se zabýval hranicí úpadku, resp. jejím tzv. prahem. Tuto hranici je obtížné pozorovat neboli predikovat vzhledem k flexibilní hodnotě aktiv (srovnej Davydenko, 2012).⁴ „Klíčovým úkolem pro empirický výzkum rozhodnutí o úpadku, je nedostatek měřítek pro hranici úpadku, která není obecně pozorovatelná.“ (Zhang, 2009, s. 20)

Druhy závazků z pohledu insolvenčního řízení

Rozhodnutí o likvidaci firmy je ovlivněno nejen úpravou úpadku (především záleží na míře kontroly, kterou mají nad společností v úpadku věřitelé (viz rešerše literatury Škerlíková, 2012), ale také kapitálovou strukturou firmy před úpadkem. Při zvažování vlivu kapitálové struktury na úpadek je významné dělení závazků dle pravomocí jednotlivých věřitelů (možnosti vymáhání dluhů, případně nakládání s majetkem společnosti). Důležitou roli hraje i možnost vynucení plnění smluvních závazků. K efektivnosti vynucení plnění lze hodnotit časovou náročnost vymáhání, efektivnost exekuce nebo hrozbu úpadku. Pod hrozbou úpadku se skrývají ustanovení insolvenčního práva, které mají na „sílu“ hrozby vliv (ex-ante účinnost). Především se jedná o pořadí uspokojení věřitelů (viz níže zmíněný problém s obecními věřiteli, kteří jsou často uspokojeni pouze zlomkem z původní výše pohledávky), postavení managementu v insolvenční (jedná se o otázky řízení společnosti v úpadku)⁵ a odpovědnost věřitele za výkon kontroly nad dlužníkem. (Richter, 2008, s. 116) Toto postavení (neboli pořadí) věřitelů je dané jak insolvenční úpravou, tak typem „půjčky“ a smluvními podmínkami – covenanty. Z těchto omezení následně pramení tzv. technický úpadek (angl. technical default). Technický úpadek nastává, pokud jsou porušeny smluvní covenanty, tj. porušení covenantů je právně ekvivalentní porušení platební morálky, tj. splatnosti. Podstatný vliv má také poměr mezi bankovními úvěry a dluhopisy (veřejně obchodovanými) a v neposlední řadě poměr dlouhodobého a krátkodobého dluhu. Tyto parametry jsou důležité především pro snižování nákladů úpadku a zmírňování možnosti finanční krize. Bankovní dluh pomáhá řešit problém černého pasažéra mezi více rozptýlenými věřiteli, který vzniká u veřejného dluhu. Bankovní úvěry mají tendenci být přísnější a mít více covenantů než ty, které jsou součástí veřejného dluhu (obecně u dluhopisů). Banky mohou být účinnějšími monitory.

Pořadí věřitelů je určené senioritou jejich nároku na majetek a peněžními toky společnosti a je stanoveno dle priority nároku na majetek dlužníka (pravidlo absolutní přednosti, angl. absolute priority rule). Věřitelé (resp. jejich nároky na majetek dlužníka) se rozdělují do tříd, v rámci kterých jsou jejich nároky uspokojovány. Nejdříve jsou uspokojovány tzv. seniorní pohledávky a až poté tzv. juniornější pohledávky.

Závazky společnosti lze tedy seřadit dle seniority nároků (tj. pořadí postavení na majetek dlužníka) viz rovnice (1) (modifikováno na základě Richter, 2008, s. 73).

$$Pasiva = (Ds + Do + Dj) + (Ap + Ak), \quad (1)$$

kde Ds = zajištěný nebo jinak seniorní dluh,
 Do = obecný dluh (nezajištěný dluh),
 Dj = podřízený – juniorní dluh,
 Ap = prioritní akcie,
 Ak = kmenové akcie.

⁴ Existuje zde problém s oceněním aktiv (ne jen firmy jako celku ale i s drastickými propady cen u individuálních aktiv) v době před úpadkem a vůbec s problematikou, které z možných přístupů ocenění je „nejsprávnější“.

⁵ Vliv na postavení managementu má také ustanovení zákona č. 90/2012 Sb., o obchodních korporacích § 46 a § 63 až 65.

Zajištěným věřitelem je věřitel, jehož pohledávka je zajištěna majetkem náležícím do majetkové podstaty. Nezajištěný dluh zahrnuje jak tzv. obecný dluh (tj. nezajištěný ale zároveň nepodřízený dluh), tak další juniornější úroveň dluhu⁶. O podřízenosti (subordination) se „v kontextu dluhového financování obecně hovoří tehdy, má-li jedna pohledávka (seniorní pohledávka) ve vztahu k jiné pohledávce (juniorní pohledávka) lepší pořadí.“ (Richter 2008, s. 88) Insolvenční zákon v České republice třídí věřitele do tří základních tříd podle pořadí uspokojení jejich pohledávek. Přednostní věřitelé (mají buď pohledávky za podstatou, nebo pohledávky jim na roveň postavené⁷) se uspokojují vždy nejdříve. Poté jsou uspokojováni zajištění věřitelé a až nakonec ostatní (nepřednostní) věřitelé. Navíc existuje skupina pohledávek, které se v insolvenčním řízení neuspokojují.

U běžných věřitelů hrozí, že po zahájení řízení budou uspokojeni pouze zlomkem hodnoty původní pohledávky. Pravidlo poměrného uspokojení tedy snižuje význam disciplinující role obecného dluhu a přenáší ho na seniornější dluhy (viz výše), tj. na zajištěné věřitele (Richter, 2008, s. 116). Kromě pořadí hraje určitou roli z pohledu zahájení řízení i vyjednávací a monitorovací síla jednotlivých věřitelů. Tedy jejich schopnost ovlivňovat situaci společnosti (například banky mají lepší monitorovací páky a také mohou díky specifickým covenantům upravovat splatnost úvěrů – viz výše pojem technický úpadek).

Insolvenční návrh v České republice – zahájení řízení, dobrovolné a nucené podání

K zahájení řízení dochází v den, kdy soud obdrží návrh a zveřejní to vyhláškou v insolvenčním rejstříku (dále také IR)⁸. Podat návrh má právo věřitel i dlužník. Návrh by měl být podán poté, kdy je u společnosti rozpoznán úpadek ve formě platební neschopnosti nebo předlužení dle platné úpravy. Podle toho, kdo podá insolvenční návrh, mluvíme o dlužnickém nebo věřitelském návrhu. Firmy můžou a někdy i vstupují do úpadku dobrovolně (angl. *file for bankruptcy voluntarily*). Jedná se o návrh, kdy dlužník, na základě své hospodářské situace rozhodne, že další podnikání je pro něj nevýhodné a rozhodne se vypořádat vztahy se svými věřiteli v rámci insolvenčního řízení. Nikdo z jeho věřitelů ho k tomuto chování netlačí. Někdo by mohl předpokládat, že pokud návrh podal dlužník, jedná se o dobrovolné podání a pokud návrh podal věřitel, je dlužník do úpadku přinucen. Toto zjednodušení ale neodpovídá realitě. I dlužnický návrh může být vyvolán nátlakem věřitelů, proto je brán ohled „*na hnací stranu / agenta / osobu insolvenčního řízení, ne jen na to, jak se investiční návrh jeví na povrchu. Ve skutečnosti, mnoho firem vstupuje do úpadku s dlužnickým návrhem proto, že se jim nepodaří vyjednávání s věřiteli.*“ Zhang (2009, s. 20). Dobrovolný úpadek není ekvivalentem dlužnického insolvenčního návrhu. Při detailním zkoumání insolvenčního návrhu v České republice si lze povšimnout, že návrhy podávané přímo bankovními domy jsou spíše výjimečné. Toto neodporuje výše uvedeným informacím. V případě, že bankovní ústav vtlačí dlužníka do úpadku, nemusí návrh podat sám. Častěji ho po vyhodnocení situace podá sám dlužník.

Úvod k vlastnímu zkoumání

V tomto článku se budu opírat především o model vypracovaný Zhangem (2009). Zhang (2009) se zaměřil na střet zájmů mezi třemi skupinami agentů přesněji těmi, kteří mají nárok

⁶ Někdy také **klasické pohledávky** (angl. *general credit*).

⁷ Tzv. pohledávky zapodstatové. Patří k nim i pohledávky vůči zaměstnancům, ale vzhledem k tomu, že ty mohou být uspokojeny státem, který je pak vymáhá a nemá speciální výhody, se jim dále nebudeme věnovat.

⁸ Insolvenční rejstřík obsahuje seznam insolvenčních správců, insolvenční spisy a seznam dlužníků i zákonem stanovené informace o nich. Je informačním systémem veřejné správy, jehož správcem je Ministerstvo spravedlnosti ČR. Je veřejně přístupný s výjimkou některých údajů (ustanovení § 422 a § 423 insolvenčního zákona). Každý má právo do něj nahlížet a pořizovat z něho výpisy.

na aktiva a další peněžní toky firmy. Dle jejich postavení a pořadí je dělí na vlastníky (označené jako „equity holders who run the firm“), držitele dluhopisů a banky resp. bankovní věřitele, kteří poskytlí úvěr s přednostním právem před dluhopisem. Bankovní dluh, často obsahuje klauzule, které dovolují bankám při splnění určitých podmínek čerpání úvěru zastavit a tímto způsobem vynutit bankrot. Dluhopisy podobné ujednání neobsahují. Rozptýlení držitelé dluhopisů mají nízké monitorovací možnosti a navíc vysoké náklady na koordinaci. Důležitý předpoklad simulace jeho modelu spočívá v tom, že pro banku je důležitější vysoká návratnost jistiny nežli úrokové platby dlužníka, který se nachází na pokraji „kolapsu“. (Zhang, 2009, s. 7) Za dobrovolný návrh je považován návrh, který je podán v případě, kdy hodnota aktiv firmy je tak nízká, že náklady na provádění plateb věřitelům převáží nad výhodami plynoucími z provozu firmy i s ohledem na její budoucnost. „Pro firmy s malým podílem bankovních dluhů, je více pravděpodobné, že úpadek bude spuštěn akcionáři / vlastníky. Naproti tomu u firem s velkým podílem bankovních dluhů bude rozhodnutí banky o úpadku více určující / rozhodující.“ (Zhang, 2009, s. 13) „Existuje všeobecně známý předpoklad v dosavadní literatuře, že ve srovnání s bankovními věřiteli, rozptýlení držitelé dluhopisů mají špatné možnosti monitorování a také vysoké náklady na koordinaci.“ Zhang (2009, s. 7)

Zhang (2009) na základě literatury a další analýzy chování a možností agentů v úpadkovém řízení sestavil model, který dokazuje, že pokud úpadek spouští banka, je celková očekávána návratnost právě postačující na pokrytí bankovního dluhu. Hraníční hodnotu aktiv po odečtení nákladů úpadku zastoupil hodnotou návratností z úpadku na úrovni celého podniku, kterou představuje vlastně celková výše vyrovnání se všemi věřiteli dlužníka. Tento ukazatel nazval normalizovanou skutečnou hranicí úpadku (NRBB). Ukazatel NRBB je sestaven jako poměr návratnosti na úrovni celého podniku k celkové jistině bankovního úvěru. Na základě jeho modelu se bude při vynuceném úpadku bankou NRBB rovnat jedné. Čím víc se bude hodnota od jedné odchylovat (čím vyšší bude absolutní rozdíl NRBB – 1), tím je pravděpodobnější, že se jedná o dobrovolný úpadek.

Charakteristika trhu v České republice

Při pohledu na tyto definice je jasné, že pro majoritní část českého trhu musí být vstupní předpoklady modelu upraveny. Majorita společností neobchoduje na kapitálových trzích a tím pádem nedisponuje dluhopisy. Naopak, silnější postavení bank mezi ostatními věřiteli je aplikovatelné i na majoritní část tuzemského trhu.

Tento článek se týká veřejně neobchodovaných společností působících v České republice. Pro podložení přínosu tohoto zaměření v následující tabulce uvádím přehled poměru počtu firem obchodovaných na burze k existujícím firmám za posledních 5 let. „V Registru ekonomických subjektů, spravovaném ČSÚ, jsou uvedeny subjekty registrované podle různých právních norem. Z praxe je ovšem známo, že pouze část registrovaných subjektů je tzv. aktivní. Tyto subjekty, definované jako statistické jednotky typu podnik, jsou evidovány podle údajů získaných ze statistických zjišťování, daňových přiznání a plateb sociálního pojištění. Jejich podíl na registrovaných kolísá kolem 50 %.“ (ČSÚ, 2010b) Jak z této tabulky vyplývá, procento společností tvořené emitenty cenných papírů je v České republice velice nízké, většina společností na českém trhu není obchodována na kapitálových trzích (viz Tab. 1).

Přesto, že i v Čechách bývá zvykem do úvěrových smluv vkládat různé covenanty, je jejich opodstatněnost u menších společností slabá. Navíc důvěra bank k finančním výkazům malých společností je také snižena (a až na spolehnutí se na auditovanou účetní závěrku, banky často nemají páku na vymození si přesných účetních výkazů). Z tohoto důvodu bývá zvykem dlužníkům místo dlouhodobých úvěrů poskytovat úvěry revolvingové, které se při signalizaci potíží u dlužníka neobnoví a stávají se okamžitě splatnými. Výsledek je ovšem podobný. Banka má v ruce silnou páku, jak dlužníka vtlačit do úpadku. Druhým problémem mohou být účetní

výkazy, které jsou sestavené podle českých účetních standardů (i když ověřených), a jejich nízká schopnost odrážet ekonomickou realitu.

Tab. 1: Přehled emitentů cenných papírů v letech od 2009 do 2013 v ČR

Stav ke konci roku	2013	2012	2011	2010	2009
Emitenti kótovaných CP (ks)	66	67	63	65	65
Registrované ekonomické subjekty celkem (ks)	2 694 737	2 727 654	2 703 444	2 637 551	2 570 611
Podíl emitentů na registrovaných subjektech (%)	0,0024 %	0,0025 %	0,0023 %	0,0025 %	0,0025 %
Počet ekonomicky aktivních subjektů	1 470 929	1 513 556	1 461 201	1 399 983	1 346 185
Podíl emitentů na aktivních subjektech (%)	0,0045 %	0,0044 %	0,0043 %	0,0046 %	0,0048 %

Zdroj: (ČNB 2014a, 2014b, 2014c, 2014d, 2014e, ČSÚ 2010a, 2014a, 2014b, Morávek, 2013 + vlastní výpočty).

Jak již zmínilo několik autorů (srovnej Smrčka, L. aj. (2013b), výzkum insolvenční je brzděn možností zpracování dostupných dat. I při mém výzkumu jsem na tento problém s pracným a časově náročným zpracováním dostupných dat narazila. Proto jsem využila zdroje zveřejněné výzkumným týmem insolvence působící na Vysoké škole ekonomické v Praze. V aktualizovaném výstupu (Schönfeld aj. 2014, s. 130) reportují zpřesněná data jak první etapy výzkumu (zkoumaného vzorku o velikosti 615 pozorování), tak výsledky dalších dvou etap (2. etapa obsahuje 946 pozorování a 3. etapa obsahuje 572 pozorování). Vzhledem k tomu, že metodika výběru vzorků a způsob evidence údajů se měnila, rozhodla jsem se v tomto článku prozatím využít pouze etapu třetí. V budoucnu budu uvažovat o možnosti rozšíření nebo spojení vzorků.

V další část je postupováno dle již popsání výzkumu Zhanga (2009). Po jeho vzoru budu počítat normalizovanou skutečnost hranici úpadku. Za hranici úpadku se považuje hodnota firmy po odečtení nákladu bankrotu. Jedná se vlastně o míru návratnosti. Za bankovní dluh budu považovat položku B.IV Bankovní úvěry a výpomoci dle českého formátu finančních výkazů. Zhang (2009, s. 2 vlastní překlad) uvádí: „... je běžně známo, že banky pečlivě firmy monitorují a někdy můžou urychlit splatnost úvěru, což často dotlačí dlužníka do úpadku.“ Je otázkou, jak moc je toto pravidlo aplikovatelné na „průměrný český podnik“.

Popis výběru vzorku a metodika výpočtu

Cílem mé práce je prozkoumat situaci na českém trhu. Míra výtěžnosti v ČR zatím není veřejně k dispozici v žádné databázi ve vhodném formátu. Vzhledem k tomu, že budu muset použít údaje získané ručně je potřeba počítat s chybovostí. Mým původním záměrem bylo ručně propojit data publikované Výzkumem insolvence (viz zdroj Mastodont PR, 2014) a data z Albertiny (viz zdroj Soliditet, 2014). Na základě již provedeného výzkumu Schönfeld aj. (2013) jsem provedla hlubší analýzu daného vzorku. Metoda výběru vzorku zůstává tedy shodná. Na základě popisu výběru vzorku jsem se rozhodla čerpat data pouze z poslední vlny výzkumu z důvodu konzistence. V tomto zkoumání jsem se zaměřila pouze na kapitálovou strukturu firem před úpadkem. Výzkumný tým insolvence (Mastodont PR, 2014) sledoval uspokojení 4 skupin pohledávek: pohledávek za majetkovou podstatou (v reportu pod názvem „*uspokojení pohled za maj, Podstatou*“), pohledávek postavených na roveň pohledávkám za majetkovou podstatou („*uspokojení pohledavek post, na roven maj, Podstaty*“), zajištěných pohledávek („*uspokojení zajištěných věřitelů*“) a nakonec nezajištěných pohledávek („*uspokojení nezajištěných věřitelů*“). V rámci mého cíle (tj. replikovat metodiku výzkumu dle Zhanga, 2009) je potřeba pro zjištění normalizované skutečné hranice úpadku od uspokojení z

úpadku na úrovni celého podniku odečíst přímé náklady úpadku. Na základě definice uvedené v zákoně o úpadku č. 182/2006 Sb. se za přímé náklady úpadku v tomto článku budou považovat náklady dle § 168 – Pohledávky za majetkovou podstatou. Naopak Pohledávky postavené na roveň pohledávkám za majetkovou podstatou dle § 169 se nebudou v rámci tohoto článku pokládat za přímé náklady úpadku. Z toho vyplývá, že pro účely zjištění normalizované skutečné hranice úpadku budu počítat položky, které jsou ve veřejně přístupných datech od týmu insolvence uvedené pod názvem „*uspokojení pohledavek post, na roven maj, Podstaty, uspokojení zajištěných věřitelů a uspokojení nezajištěných věřitelů*“.

Z dat přístupných veřejnosti jsem vybrala všechny, které splňovaly následující podmínky: existence rozhodnutí o úpadku (ano), jedná se o třetí etapu (3. vlna) sběru dat, subjektem byla právnická osoba. Vzhledem k tomu, že jsem obeznámená se skutečností, že data jsou do této databáze vkládána ručně, počítám s tím, že v databázi se můžou objevit překlepy. U poslední společnosti jsem upravila ručně IČO, které mělo nulu navíc, a ze vzorku jsem odstranila 2 společnosti, které sdílely stejné IČO. Po této úpravě jsem měla k dispozici 356 položek {dle čísel IČO}.

Protože se databáze Albertina (resp. její verze přístupná v rámci Vysoké školy ekonomické v Praze) pravidelně aktualizuje, věděla jsem, že část položek mi ze vzorku vypadne, neboť se jedná o společnosti již delší dobu neexistující, jež budou při aktualizaci nové verze Albertiny odstraněny. Vzhledem k tomu, že jsem byla schopná dohledat data pouze pro 14 firem, snažila jsem se získat starší verze Albertiny. Z nepřekonatelných technických důvodů jsem posléze musela přistoupit k ručnímu dohledávání dat z Obchodního rejstříku. V souboru bylo 237 položek, které byly k 1. 11. 2014 z Obchodního rejstříku vymazány (a proto nejsou dohledatelné v aktuální verzi Albertiny). 3 položky jsem nedohledala v Obchodním rejstříku, protože se jednalo buď o fyzickou osobu podnikající dle živnostenského zákona nezapsanou v obchodním rejstříku nebo IČO obsahovalo překlep. 4 firmy vykazovaly pouze výkaz zisku a ztráty, 136 firem nevykazovalo o svém hospodaření vůbec, 117 firem vykazovaly pouze do roku 2007. Potřebná data jsem tak dohledala u 25 obchodních korporací.

Dle finančních výkazů před úpadkem jsem zkoumala vztah mezi úvěrem a výnosem z úpadku. Do vybraného vzorku jsem z databáze Výzkumu insolvence (Mastodont PR, 2014) vytáhla i datum úpadku. U každého finančního výkazu jsem spočítala, kolik měsíců předcházelo úpadku jako rozdíl mezi a datem úpadku datem finančního výkazu. Poté jsem vytvořila kategorie od 0 do 24 měsíců. Finanční výkazy po úpadku jsem vymazala.

Problémy a omezení objevující při empirickém zkoumání

Při získávání vzorku a vyhodnocování výsledku svého zkoumání jsem narazila na několik problémů a omezení, které zkreslují výsledky výzkumu, a proto bych na ně ráda na tomto místě upozornila.

Dostupnost finančních výkazů

Již z předešlých zkoumání uskutečněných na tuzemském trhu je zřejmá problematika s povinným vykazováním firem. Na jednu stranu je situace v tuzemsku jedinečná. Skutečnost, že veřejnost má bezplatný přístup k finančním výsledkům firem neobchodovaných na kapitálových trzích je pro potenciální investory, studenty i vědce přinejmenším potěšující především při porovnání s náklady, které s touto činností vznikají. Na druhou stranu skutečnost, že mnoho firem ani pod hrozbou pokut tak nečiní, omezuje práci s těmito daty (srov. Ďurianová, 2011, Bokšová a Randáková, 2013, nebo Rudolfová a Škerlíková 2014). Navíc mnoho společností i přes plnění těchto požadavků tak přestává činit určité období před úpadkem (Rudolfová – Škerlíková, 2014).

Vypovídací schopnost finančních výkazů

Je potřeba vzít v potaz, že přesto, že všechny společnosti zapsané do obchodního rejstříku musí výkazy zveřejňovat, ne všechny jsou povinné tyto výkazy auditovat. Zveřejněné výkazy mohou tedy obsahovat chyby. I při striktním dodržování Českých účetních standardů je při přezkumném řízení v rámci insolvenčního řízení zjištěno více dluhů než pouze ty, které jsou evidovány v posledních finančních výkazech před zahájením úpadku. Navíc je pravidlem, že u dlužníka jsou zjištěné vyšší závazky, než jsou evidované dle účetnictví. Je rovněž pravidlem, že jsou zjištěny také závazky směnečné, smluvní pokuty a také závazky, které společnost dle platného zákona o účetnictví účtovat nemá v rozvaze vykazovat. To jsou závazky, které popírá, nebo leasingové závazky se splatností až v budoucnosti. Moment, kdy dochází k zpřesnění závazků, nastává při přezkumném jednání a dochází k němu po přihlášení pohledávek. Seznam přihlášených pohledávek je zveřejněn v insolvenčním rejstříku ještě před přezkumným jednáním. Tento proces představuje vlastně přenesení pohledávek před insolvenční fórum. Na konci této fáze jsou přihlášené pohledávky buď zjištěny, nebo účinně popřeny.

Opomenutí dohadných položek

Ovšem ne všechny společnosti striktně dodržují účetní standardy a ve výkazech můžou chybět „subjektivní“ dohadní položky (srovnej Bobek, 2012).

Dostupný detail položek ve finančních výkazech

Další problém, se kterým jsem se potýkala, tvoří problematika dělení dluhů na zajištěné a na nezajištěné. Někteří obchodní partneři si pojišťují i běžné provozní krátkodobé pohledávky například proti hodnotě oběžného majetku dlužníka. Z těchto důvodů jsem zatím upustila od zkoumání, jestli jsou úvěry zajištěné a také od složení úvěrů (existence jednoho úvěru od jedné banky nebo portfolia úvěrů).

Výsledky empirické studie

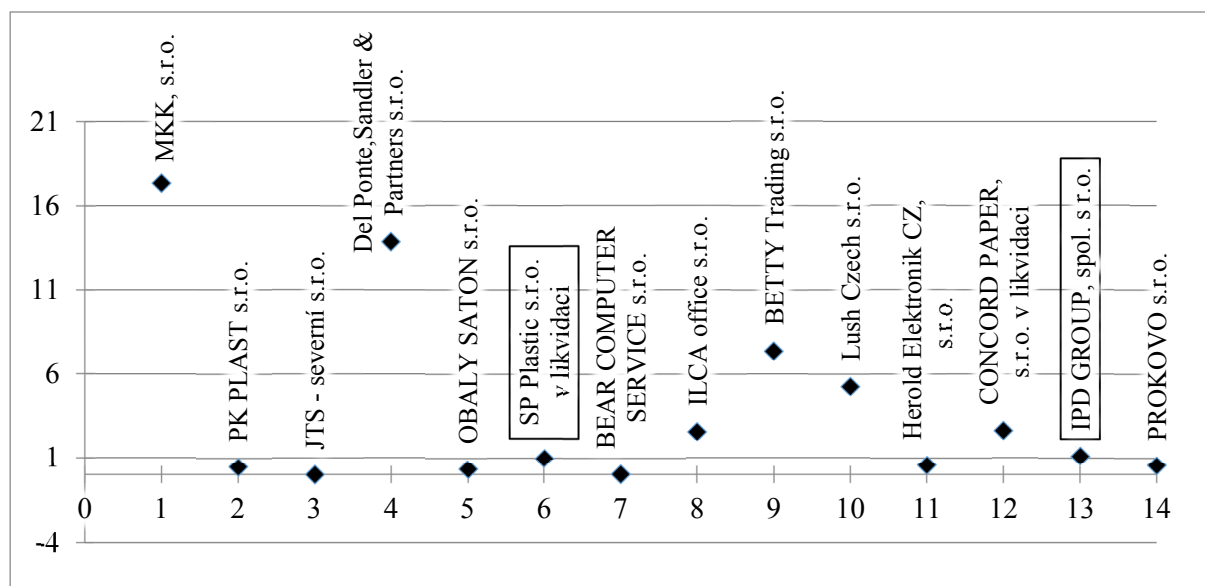
Vzhledem k tomu, že databáze Albertina se aktualizuje jednou měsíčně a v rámci pravidelné aktualizace, společnosti, které zaniknou, jsou vymazány, jsem byla schopná dohledat finanční výkazy v rámci požadovaného časového rozpětí pouze pro 14 firem, přistoupila jsem proto k ručnímu dohledání dat v obchodním rejstříku. Přehled výstupu na základě dat z databáze je uveden v Tab. 2.

Tab. 2: Přehled kapitálové struktury společností před úpadkem

Firma	Usnesení o úpadku	Konec období	Počet měsíčních závěrek	Celkové uspokojení v tis. Kč	Poměr úvěru k návrat	Pasiva v tis. Kč	Dlouhodobé závazky v tis. Kč	Bankovní úvěry a výpomoci v tis. Kč
Agro Dily, s.r.o.	17. 4. 2009	31. 12. 2008	12	0	n/a	1 182		nemá
BKG – Product Management, s. r. o. v likvidaci	19. 10. 2012	13. 7. 2012	7	1	n/a	60		nemá
Del Ponte, Sandler & Partners, s. r. o.	19. 2. 2010	31. 12. 2009	12	39	13,88	3 781		539
Elgas Zlín, s. r. o.	25. 3. 2009	31. 12. 2008	12	0	n/a	735		224
IPD Group, s. r. o.	13. 1. 2010	31. 12. 2009	12	620	1,11	622		690
JTS – severní, s. r. o.	16. 7. 2010	31. 12. 2009	12	1 800	0,00	4 430		9
Konsivia Nova, s. r. o.	23. 8. 2012	31. 12. 2011	12	82	n/a	3 541	6 737	nemá
MKK, s. r. o.	7. 4. 2010	31. 12. 2009	12	340	17,37	9 764		5 914
Morafis, spol. s r. o.	16. 11. 2012	31. 12. 2011	12	6 346	0,00	10 445	98	5
Piana Týniště, a. s.	31. 10. 2013	31. 12. 2012	12	40 705	n/a	-19 594	0	nemá
PK Plast, s. r. o.	6. 6. 2013	31. 12. 2012	12	388	0,45	497		176
Prokovo, s. r. o.	17. 1. 2011	31. 12. 2010	12	552	0,54	413		300
SP Plastic, s. r. o. v likvidaci	27. 7. 2009	31. 3. 2009	15	1 703	0,99	1 558		1 692
Zemědělské Obchodní Družstvo Mirovice	22. 7. 2009	31. 12. 2008	12	15 208	-0,11	42 086		-1 746

Zdroj: MS ČR, 2014, Mastodont PR, 2014, SOLIDET, 2014, a vlastní výpočty.

Po vyhodnocení dat na základě souboru z Albertiny, jsem ručně dohledala data ve výše popsaném vzorku v obchodním rejstříku. Poté, co jsem vzorek očistila o poslední zveřejněné výkazy, které úpadek předcházely o víc než 24 měsíců, byl tento vzorek zkrácen na 25 položek. V rámci těchto 25 položek, 3 firmy neměly úvěry a jedna společnost evidovala zápornou hodnotu finanční výpomoci (v dalších zveřejněných dokumentech nebyla tato položka detailně popsána). Navíc ve vzorku figurovala jedna firma, u které byly k dispozici pouze výkazy až 2 roky po zahájení úpadku. Všechny tyto společnosti jsem musela ze vzorku také vyřadit.

Obr. 1: Poměr bankovních úvěrů k celkové návratnosti

Zdroj: MS ČR, 2014, Mastodont PR, 2014 a vlastní výpočty.

Poté jsem spočítala poměr úvěru k celkové návratnosti (přičemž jsem v potaz nebrala uspokojení pohledávek za majetkovou podstatou – protože se jedná o přímé náklady úpadku). Jedna položka (firma OBCHOD.CZ s. r. o.) značně vybočovala z průměru. Důvodem byla evidence vysokého uspokojení pohledávek za podstatou (které já považuji v rámci článku za přímé náklady úpadku) a téměř nulová návratnost pro ostatní věřitele. Protože firmu není možné dohledat v insolvenčním rejstříku a data zkontrolovat, také jsem ji ze vzorku vyloučila. V Obr. 1 je uveden přehled poměru úvěru k celkové návratnosti z úpadku po odečtení přímých nákladů úpadku. Pouze dvě hodnoty oscilují kolem hodnoty jedna.

Závěr

Cílem mého výzkumu byla snaha o lepší porozumění toho, kdo je odpovědný za nízkou výtežnost a zároveň za pozdní zahájení úpadků v České republice. Je známo, že odklad zahájení úpadku negativně ovlivňuje míru návratnosti. Hlavním cílem článku bylo zjistit úroveň aktivity bankovních věřitelů při zahájení úpadku. Bankovní věřitelé mají lepší monitorovací nástroje a zároveň možnost, na základě zjištění pomocí nich obdržených, podstupovat vůči dlužníkům výraznější opatření. To jim dává mezi ostatními skupinami věřitelů specifické postavení. Na základě již v zahraničí provedeného výzkumu, jsem předpokládala, že bankovní věřitelé mohou vyvolat úpadek, a učiní tak, když hodnota podniku dlužníka po odečtení přímých nákladů úpadku právě postačuje na splacení jistiny úvěru poskytnutého bankovním věřitelem. Na základě tohoto zjištění jsem vypočítala koeficient mezi celkovou návratností z úpadku (po odečtení přímých nákladů úpadku) a celkovou výší bankovních úvěrů, neboli v jakém rozmezí se pohybuje poměr bankovních úvěrů (evidovaných dle poslední dostupné účetní závěrky v obchodním rejstříku, přičemž maximum prodlevy jsem stanovila na 2 roky před úpadkem) a celkové návratnosti z úpadku, která byla stanovena jako součet položek uspokojení pohledávek postavených na roveň pohledávkám za majetkovou podstatou, uspokojení zajištěných pohledávek a uspokojení nezajištěných pohledávek. Za předpokladu, že banka si je vědoma faktu, že dlužník se nachází ve finanční tísní a tedy je pro ní důležitější vysoká návratnost jistiny nežli úrokové platby dlužníka, lze vyhodnotit, že úpadek společností, u kterých koeficient osciluje kolem hodnoty jedna, byl vyvolán bankovním věřitelem. Vycházela jsem z dat, které byly ručně sesbírané studenty Vysoké školy ekonomické v Praze v rámci projektu Výzkum Insolvence (Mastodont PR, 2014). Analyzovala jsem data pouze z poslední dostupné (třetí)

etapy sbírání dat. Práce proběhla na vzorku o velikosti 356 firem. Vzhledem k tomu, že ze vzorku jsem se koeficientu dopočítala pouze u 14 společností, nebyly ze zkoumání vyhodnoceny žádné jednoznačné závěry. Lze shrnout, že společnosti zapsané v obchodním rejstříku spíše nevykazují o svém hospodaření a proto výzkum kapitálové struktury těchto podnikatelských jednotek před úpadkem se musí vyrovnat s nedostatkem dat.

Literatura:

- [1] Black, F. – Cox, J. C. (1976): *Valuing Corporate Securities: Some Effects of Bond Indenture Provisions*. Journal of Finance, 1976, roč. 31, č. 2, s. 351-367 [cit. 15. 9. 2014].
- [2] Bobek, M. (2012): *Účetní rezervy podle ČÚS a IAS/IFRS včetně empirické studie vykazování*. Český finanční a účetní časopis, 2012, roč. 7, č. 2, s. 66-92.
- [3] Bokšová, J. – Randáková, M. (2013): *Zveřejňují podniky, které procházejí insolvenčním řízením, své účetní závěrky?* Český finanční a účetní časopis, 2013, roč. 8, č. 4, s. 164-171.
- [4] Bulow, J. I. – Shoven, J. B. (1978): *The Bankruptcy Decision*. Bell Journal of Economics, 1978, roč. 9, č. 2, s. 437-456.
- [5] Carey, M. S. – Gordy, M. (2007): *The Bank as Grim Reaper: Debt Composition and Recoveries on Defaulted Debt*. [online], Singapore, National University of Singapore, c2007, [cit. 7. 9. 2014], <http://www.rmi.nus.edu.sg/_files/events/paper/michael%20gordy.pdf>.
- [6] Chava, S. – Roberts M. R. (2008). *How Does Financing Impact Investment? The Role of Debt Covenants*. Journal of Finance, roč. 63, č. 5, s. 2085-2121.
- [7] ČNB (2014a): *Emitenti kótovaných CP (k 31. 12. 2009)*. [on-line], Praha, Česká národní banka, c2014, [cit. 7. 7. 2014], <https://apl.cnb.cz/apljerrsdad/JERRS.WEB33.SUBJECTS_COUNTS_DETAIL?p_lang=cz&p_DATUM=31.12.2009&p_ses_idx=146>.
- [8] ČNB (2014b): *Emitenti kótovaných CP (k 31. 12. 2010)*. [on-line], Praha, Česká národní banka, c2014, [cit. 7. 7. 2014], <https://apl.cnb.cz/apljerrsdad/JERRS.WEB33.SUBJECTS_COUNTS_DETAIL?p_lang=cz&p_DATUM=31.12.2010&p_ses_idx=146>.
- [9] ČNB (2014c): *Emitenti kótovaných CP (k 31. 12. 2011)*. [on-line], Praha, Česká národní banka, c2014, [cit. 7. 7. 2014], <https://apl.cnb.cz/apljerrsdad/JERRS.WEB33.SUBJECTS_COUNTS_DETAIL?p_lang=cz&p_DATUM=31.12.2011&p_ses_idx=146>.
- [10] ČNB (2014d): *Emitenti kótovaných CP (k 31. 12. 2012)*. [on-line], Praha, Česká národní banka, c2014, [cit. 7. 7. 2014], <https://apl.cnb.cz/apljerrsdad/JERRS.WEB33.SUBJECTS_COUNTS_DETAIL?p_lang=cz&p_DATUM=31.12.2012&p_ses_idx=146>.
- [11] ČNB (2014e): *Emitenti kótovaných CP (k 31. 12. 2013)*. [on-line], Praha, Česká národní banka, c2014, [cit. 7. 7. 2014], <https://apl.cnb.cz/apljerrsdad/JERRS.WEB33.SUBJECTS_COUNTS_DETAIL?p_lang=cz&p_DATUM=31.12.2013&p_ses_idx=146>.
- [12] ČSÚ (2010a): *Organizační statistika za 4. čtvrtletí 2009*. [online], Praha, Český statistický úřad, c2010, [cit. 20. 1. 2014], <<http://csugeo.i-server.cz/csu/2009edicniplan.nsf/p/01n2-09>>.
- [13] ČSÚ (2014a): *Organizační statistika za 2. čtvrtletí 2009*. [online], Praha, Český statistický úřad, c2014, [cit. 20. 4. 2014], <http://www.czso.cz/csu/2014edicniplan.nsf/publ/140070-14-q2_2014>.

- [14] ČSÚ (2014b): *Podíl aktivních a neaktivních ekonomických subjektů v ČR k 31. 12. 2013*. [online], Praha, Český statistický úřad, c2014, [cit. 10. 10. 2014], <http://www.czso.cz/csu/dyngrafy.nsf/graf/cr_od_roku_1989_res>.
- [15] ČSÚ (2010b): *Malé a střední podniky (jejich místo a role v české ekonomice)*. [on-line], Praha, Český statistický úřad, c2014, [cit. 20. 1. 2014], <<http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/informace/ckta090307.doc>>.
- [16] Davydenko, S. A. (2012): *When Do Firms Default? A Study of the Default Boundary*. [online], New York, Social Science Research Network, c2012, [cit. 20. 4. 2014], <<http://ssrn.com/abstract=672343>>.
- [17] Ďurianová, G. (2011): *Analýza legislativních požadavků na zveřejňování účetních závěrek v ČR*. In: Procházka, D. (ed.): *The 12th Annual Doctoral Conference of the Faculty of Finance and Accounting*. Praha, Oeconomica, 2011, s. 435-440.
- [18] Gazdová, M. (2011): *Odpovědnost správce korporace v úpadku*. In: Žatecká, E. – Kováčová, L. – Horecký, J. – Vomáčka, V. (eds.): *COFOLA 2011*. [online], Brno, Masarykova univerzita, 2011, s. 836-845, [cit. 20. 4. 2014], <https://www.law.muni.cz/sborniky/cofola2011/files/odpovednost/Gazdova_Monika_6261.pdf>.
- [19] Houdek, P. – Koblovský, P. (2014): *Behaviorální finance a organizace – nestandardní rizikové preference manažerů*. In: *7th International Scientific Conference Managing and Modelling of Financial Risks*. Ostrava, VŠB-TU Ostrava, 2014.
- [20] Knot, O. – Vychodil, O. (2006): *Czech Bankruptcy Procedures: Ex-post Efficiency View*. [online], Praha, Univerzita Karlova, Working paper IES FSV UK 3/2006. c2006, [cit. 20. 4. 2014], <https://www.cerge-ei.cz/pdf/gdn/rrc/RRCV_29_paper_02.pdf>.
- [21] Machek, O. aj. (2014): *Analýza všeobecné rovnováhy pro český finanční trh a model finanční křehkosti*. *Politická ekonomie*, 2014, roč. 62, č. 4, s. 437-458.
- [22] Mastodont PR (2014): *Kompletní výsledky třetí vlny statistických šetření – finální verze k 10. 8. 2014*. [online], Praha, Výzkum insolvence, Mastodont PR, c2014, [cit. 8. 10. 2014], <<http://www.vyzkuminsolvence.cz/data/files/3-vlna-vyzkumu/20140910-vyhodnoceni-vlna3-v1-0.xlsx>>.
- [23] Morávek, D. (2013): *Roste počet podnikatelů? Zjistili jsme, jak se to má doopravdy*. [online], Internet Info, Podnikatel.cz, 25. 7. 2013, [cit. 30. 9. 2014], <<http://www.podnikatel.cz/clanky/roste-pocet-podnikatelu-zjistili-j sme-jak-se-to-ma-doopravdy/>>.
- [24] MS ČR (2014): *Obchodní rejstřík a Sbírka listin*. [online]. Praha: Ministerstvo spravedlnosti ČR, c2014, Verze aplikace: 3.45.2.RC2, [cit. 3. 11. 2014]. <<https://or.justice.cz/>>.
- [25] Nini, G. – Sufi, A. – Smith, D. C. (2009): *Creditor Control Rights and Firm Investment Policy*. *Journal of Financial Economics*, 2009, roč. 92, č. 3, s. 400-420.
- [26] Richter, T. (2008): *Insolvenční právo*. Praha, Wolters Kluwer, 2008.
- [27] Roberts, M. R. – Sufi A. (2009): *Control Rights and Capital Structure: An Empirical Investigation*. *Journal of Finance*, 2009, roč. 64, č. 4, s. 1657-1695.
- [28] Rudolflová, L. – Škerlíková, T. (2014): *Odkládají firmy vstup do insolvenčního řízení? Prodleva mezi formálním a věcným úpadkem*. *Oceňování*, 2014, roč. 7, č. 2, s. 61-85.
- [29] Schönfeld, J. – Smrčka, L. (2012): *Důvody diskvalifikace sanačního principu v insolvenčním řízení*. In: Kislingerová, E. – Špička, J. (eds.): *Transakční náklady českých ekonomických subjektů v insolvenčním řízení, možnosti jejich snižování a zlepšení statistiky insolvenčních řízení*. [CD-ROM], Praha: Oeconomica, 2012, s. 64-75.

- [30]Schönfeld, J. aj. (2013): *Insolvenční řízení v České republice: skutečný výnos věřitelů je velmi nízký*. In: Kislingerová, E. – Špička, J. (eds.): *Insolence 2013 – konec jedné etapy, začátek další?* Praha, Oeconomica, 2013, s. 89-102,
- [31]Schönfeld, J. aj. (2014): *Skutečné výsledky insolvenčních řízení v ČR – předběžná zpráva výzkumného týmu*. In: Kislingerová, E. – Špička, J. (eds.): *Insolence 2014: Hledání cesty k vyšším výnosům*. Praha, Oeconomica, 2014, s. 118-132.
- [32]Smrčka, L. aj. (2013a): *Příčiny neúspěšného prosazování sanačních postupů v insolvenční realitě*. Politická ekonomie, 2013, roč. 61, č. 2, s. 188-208.
- [33]Smrčka, L. aj. (2013b): *A Critique of International Statistics on Insolvency Proceedings Using the Czech Republic as an Example*. In: Zaharim, A. – Rodrigues, R. G. (eds.): *Recent Advances in Management, Marketing and Finances*. Cambridge, WSEAS, 2013, s. 69-74.
- [34]Smutný, P. – Baše, R. (2011). *Aspekty rozhodování při zvažování neformální a formální restrukturalizace*. [on-line], Praha, PriceWaterhouse Coopers, c2011, [cit. 30. 7. 2011], <http://kpe.fph.vse.cz/wp-content/uploads/2011/05/04_Smutny_Base.pdf>.
- [35]Soliditet (2014): *Databáze Albertina*. [elektronický zdroj]. Praha, Soliditet, c2014. Verze aplikace: Albertina CZ Gold Edition, elektronická databáze.
- [36]Škerlíková, T. (2012): *Poznatky ze studia literatury zabývající se vlivem právní úpravy na zahájení insolvenčního řízení*. Český finanční a účetní časopis, 2012, roč. 7, č. 4, s. 120–131.
- [37]Zhang, Z. (2009): *Who Pulls the Plug? Theory and Evidence on Corporate Bankruptcy Decisions*. [online], München, Munich Personal RePEc Archive, c2009, [cit. 17. 9 2014], <<http://mpira.ub.uni-muenchen.de/18166/>>.

Rozbor kapitálové struktury tuzemských korporací před úpadkem

Tatiana Škerlíková

ABSTRAKT

Cílem příspěvku je na problematiku nízkých návratností v tuzemsku nabídnout nový pohled. S ohledem na specifika České republiky se článek dotýká teorie zastoupení před insolvenčním řízením. Vzhledem k tomu, že bankovní věřitelé mají lepší vyjednávací možnosti v porovnání s ostatními třídami věřitelů, je pohled zaměřen na jejich aktivitu při zahajování úpadku. Na základě specifického postavení jednotlivých skupin dlužníků před insolvenčním řízením se článek snaží odhadnout, jaké procento insolvencí by mohlo být v České republice spuštěno bankovním věřitelem. Bankovní věřitelé mají silnější monitorovací a vymáhací prostředky, což jim dává specifickou možnost zahájit řízení v lepším časovém horizontu než jiným věřitelům.

Klíčová slova: Hranice úpadku; Třídy věřitelů; Struktura dluhu; Bankovní věřitel; Vyjednávací pozice věřitelů.

Analysis of the Capital Structure of Domestic Corporations Preceding a Bankruptcy

ABSTRACT

The aim of this paper is on the issue of low returns in the Czech Republic to offer a new perspective. Article concerns the agency theory before the bankruptcy proceedings with regard to the specifics of Czech Republic. Given that bank lenders have better bargaining power in comparison with other classes of creditors, the view focuses on their activity while initiating bankruptcy. The article tries to estimate what percentage of insolvencies could be launched in the Czech Republic by bank lender based on the specific position of individual groups of debtors before insolvency proceedings. Bank lenders have stronger monitoring and enforcement means, which gives them a specific opportunity to initiate proceedings in a better timeframe than other creditors.

Key words: Bankruptcy boundary; Classes of claimants; Debt structure; Bank lenders; Creditor control.

JEL classification: G33, G32.