

Podrobný přehled zdrojů: ZFM-09

Oldřich Starý

26. dubna 2025

Úvod

Tento dokument shrnuje hlavní témata, nejdůležitější myšlenky a fakta obsažená v poskytnutých výňatcích z přepisu. Převážná část textu se věnuje tématům z oblasti financování projektů, oceňování kapitálu a rozhodování mezi koupí a pronájmem aktiva (leasing vs. koupě).

Hlavní témata

1. **Zdanění zisku:** Text na úvod upozorňuje na dvojí zdanění zisku při výplatě společníkům (15% srážková daň po předchozím zdanění a úrocích).
2. **Pohledy na hodnocení projektu:** Přednášející představuje tři možné pohledy na hodnocení projektu:
 - Systémový/univerzální pohled: Hodnocení projektu jako celku, bez ohledu na daně, cizí kapitál a podíl vlastníků. Tento pohled je užitečný pro instituce, jako je Světová banka, zajímající se o celkový přínos projektu v dané zemi.
 - Investiční pohled: Hodnocení samotné investice, odděleně od způsobu financování. Pro tento pohled se používá EBIT (zisk před úroky a zdaněním).
 - Pohled vlastního kapitálu: Hodnocení projektu z pohledu vlastníků, po odečtení úroků a daní. Pro tento pohled se používá EAT (zisk po zdanění).

3. **Oddělení investičních a finančních rozhodnutí:** Přednášející teoreticky doporučuje oddělit investiční rozhodnutí (zda do projektu jít) od finančních rozhodnutí (jak projekt financovat). Argumentuje tím, že dobré financování může vylepšit špatný projekt a naopak špatné financování může znehodnotit dobrý projekt. V praxi se tato dvě rozhodnutí často prolínají.
4. **Cena kapitálu:** Přednáška se podrobně věnuje stanovení ceny kapitálu, a to jak vlastního, tak cizího. Zavádí následující pojmy:
 - RE (Return on Equity): Výnosnost vlastního kapitálu.
 - RD (Return on Debt): Náklady na cizí kapitál (úroková sazba).
 - TA (Tax Rate): Daňová sazba.
 - WACC (Weighted Average Cost of Capital): Vážená průměrná cena kapitálu. Používá se pro diskontování hotovostních toků celého projektu při zohlednění struktury financování.
5. **Daňový štít:** Vysvětlen je koncept daňového štítu spojeného s úroky z dluhu, které jsou daňově uznatelnou položkou, čímž snižují daňovou povinnost.
6. **Model CAPM (Capital Asset Pricing Model):** Představen je model oceňování kapitálových aktiv, který slouží k odhadu požadované výnosnosti vlastního kapitálu na základě systematického (tržního) rizika.
7. **Finanční riziko (vliv zadluženosti):** Kromě systematického rizika vstupuje do výpočtu výnosnosti i finanční riziko, které je ovlivněno úrovní zadluženosti firmy.
8. **Rozhodování mezi koupí a pronájmem (Lease or Buy):** Na závěr je uveden příklad rozhodování o financování zařízení, a to zda jej koupit za vlastní prostředky, na úvěr nebo formou leasingu.
9. **Diskontování hotovostních toků:** V průběhu přednášky je zmíněno použití diskontní sazby (odvozené například pomocí WACC nebo CAPM) pro ocenění projektů a pro rozhodování mezi finančními alternativami.

Klíčové myšlenky a fakta

- Při hodnocení projektů je důležité rozlišovat mezi různými pohledy (celkový projekt, investice samotná, pohled vlastníků).
- Oddělení investičních a finančních rozhodnutí má teoretické opodstatnění, i když v praxi bývá obtížné.
- Cena kapitálu je klíčovým faktorem pro rozhodování o financování a pro ocenění projektů.
- Model CAPM je široce používaný nástroj pro odhad požadované výnosnosti vlastního kapitálu na základě systematického rizika.
- Úroveň zadluženosti ovlivňuje finanční riziko a tím i celkovou požadovanou výnosnost.
- Rozhodování mezi koupí a leasingem aktiva vyžaduje detailní analýzu hotovostních toků a daňových dopadů jednotlivých variant.
- Webové stránky profesora Damodarana jsou cenným zdrojem dat a informací pro oceňování kapitálu a finanční analýzu.

Použité zkratky

- EBIT: Earnings Before Interest and Taxes (zisk před úroky a zdaněním)
- EAT: Earnings After Taxes (zisk po zdanění)
- RE: Return on Equity (výnosnost vlastního kapitálu)
- RD: Return on Debt (náklady na cizí kapitál)
- TA: Tax Rate (daňová sazba)
- WACC: Weighted Average Cost of Capital (vážená průměrná cena kapitálu)
- CAPM: Capital Asset Pricing Model (model oceňování kapitálových aktiv)
- RF: Risk-Free Rate (bezriziková výnosnost)

- RM: Market Return (výnosnost trhu)
- MRP: Market Risk Premium (tržní riziková prémie)
- β_E (beta): Koeficient systematického rizika pro vlastní kapitál
- β_L : Leveraged Beta (beta zadlužené firmy)
- β_U : Unleveraged Beta (beta nezadlužené firmy)
- D/E: Debt-to-Equity Ratio (poměr dluhu k vlastnímu kapitálu)