



Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Fakulta managementu a ekonomiky

Disertační práce

**Optimalizace výnosu portfolia cenných papírů
z daňového pohledu**

**Optimizing the profit of the securities portfolio from a tax
perspective**

Autor: **Ing. Mgr. Peter Ondrčka**

Studijní program: **Hospodářská politika a správa/P6202**

Studijní obor: **Finance/6202V010**

Školitel: **doc. Ing. Miloš Král, CSc.**

Zlín, leden 2016

© Peter Ondrčka

Vydala **Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně** v edici **Doctoral Thesis Summary**.
Publikace byla vydána v roce 2015.

Klíčová slova: Kapitálový trh, výběr portfolia, daňové předpisy, fundamentální analýza, technická analýza, ohodnocení akcií, řízení rizik, teorie portfolia, optimalizace, časový test, dividendový štít, cenné papíry v České Republice

Key words: capital market, portfolio selection, tax rules, fundamental analysis, Technica analysis, stock evaluation, risk management, portfolio, optimization, time test, dividend protection, securities in Czech Republic

Plná verze disertační práce je dostupná v Knihovně UTB ve Zlíně.

ISBN 978-80-.....

ABSTRAKT:

Disertační práce je zaměřena na oblast teorie výběru portfolia z pohledu optimalizace kapitálových výnosů za použití daňové optimalizace na trhu českých cenných papírů (konkrétně akcií). Svým obsahem a stejně tak i svým objektem zkoumání dává nový pohled na změnu v rozhodování finančního investora s ohledem na novou platnou daňovou legislativu v České republice, tj. na konkrétní podstatnou kvalitativní změnu v prodloužení časového testu při prodeji cenných papírů z předchozích dlouho platných 6 měsíců na 3 roky.

Tato problematika je v českém finančním investičním prostředí zcela nová a vzhledem na krátkost platnosti nové právní daňové úpravy také zatím nijak nediskutována a neanalyzována v české vědecké ekonomické komunitě. Proto je uvedená práce de facto prvním (podle mě zatím známých údajů z databáze Web of Science a Scopus) příspěvkem, který se zabývá touto problematikou v dále uvedeném úhlu pohledu.

Hlavním cílem práce je vytvoření metodické koncepce tvorby optimálního výběru portfolia k dosažení maximálního výnosu investice s ohledem na novou platnou daňovou legislativu.

K dosažení uvedeného hlavního cíle byly užity metody vědeckého bádání jak z oblasti kvantitativních metod (fundamentální analýza a její nástroje, matematicko-statistické metody, atd.), tak i kvalitativních (např. metoda dotazníkového šetření v zaměření na danou oblast zkoumání). Nakonec užita metoda syntézy umožnila prokázat, že v disertační práci navržené řešení je reálné, ziskově použitelné v praxi finančního investování a také využitelné pro pedagogickou komunitu (např. výučba této metodologie na ekonomicky zaměřených univerzitách).

V teoretické části práce je proveden kritický přehled hlavních teoretických přístupů z oblasti moderní teorie portfolia se zaměřením jednak na maximalizaci kapitálového výnosu, a poté také s ohledem na platnou daňovou legislativu.

Na příkladu modelových portfolií byly poté testovány z pohledu autora 2 nejvhodnější strategie, jak v nových daňových podmínkách optimalizovat tvorbu portfolia (na prvním místě především metodou vytvoření dividendového štítu).

V práci provedené analýzy i případové studie prokázaly, že prodloužením časového období z 6 měsíců na 3 roky u nulové daňové sazby na výnosy z kapitálových výnosů za použití metody tzv. dividendového štítu

- a) lze prokazatelně dosáhnout značné daňové úspory a tím zvýšit reálně svůj čistý zisk z finanční investice vůči původně dosaženému zisku před zdaněním
- b) jak se tato změna promítne v tvorbě a výnosovosti finančního portfolia.
- c) ve zkoumaném období zatím nedošlo (zřejmě z titulu de facto krátkosti platnosti dané daňové změny) ke změně chování investorů.

Jak už bylo výše uvedeno, tyto výsledky a formulované závěry jsou široce použitelné ve finančním řízení firem i jednotlivců zaměřených na investování na finančních trzích a také jsou aplikovatelné v pedagogickém procesu na školách ekonomického zaměření.

ABSTRACT:

A theory on how investors can construct portfolios to optimize or maximize expected return based on a given level of market risk, emphasizing that risk is an inherent part of a higher reward. Research in investment decisions and how this will change in relation to the new legislative rules and prolonging of the non-taxation period from 6 months to 3 years. This topic is relatively new and it has not been analyzed before and is the first one on Web of science and Scopus.

The main goal of the work is to build a methodological conception of construction portfolio selection models.

To achieve main aim methods of qualitative research such as fundamental analysis as well as mathematical or statistical methods were used, also questionnaires pointed towards specified topic were used.

Finally, the method of synthesis proved that solution provided within this work is applicable, usable in practice for financial investment and also useful for pedagogical community, i.e. education of this methodology on economical universities.

In the theoretical part of this work a critical structure of theoretical approaches from the area of modern theories of portfolios with accent to maximalisation of capital revenue, and also tax legislature is provided.

On an example of model portfolios two most suitable strategies were used in order to maximize portfolio revenues (in the first place mainly the method of creating a dividend yield).

The analysis and case studies within the work have proven that prolonging the time limit from 6 months to 3 years for none tax rate on revenues from capital yields while using the dividend yield:

- a) Can provenly achieve tax savings and by this raise the net income from financial investment in comparison to revenue achieved before taxation.
- b) Hot this change changes the creation and revenue of financial portfolio
- c) In the period of testing there was no change in the behavior of the investors (probably due to the cause of the short-term appliance of legislature change).

As explained above, these results are widely applicable in the financial controlling of companies as well as individuals who invest on financial markets. They are applicable in pedagogical process on economical universities.

OBSAH

ÚVOD.....	8
1. SOUČASNÝ STAV ŘEŠENÉ PROBLEMATIKY	10
1.1 Optimalizace tvorby portfolia – moderní teorie portfolia.....	10
1.1.1 Výnosy ve vztahu k riziku	11
1.1.2 Vliv nejistoty a vztah riziko–výnos	12
1.1.3 Teorie efektivní diversifikace	13
1.1.4 Hodnotový přístup k investování.....	14
1.2 Identifikace a lokalizace vědeckého problému	16
1.3 Vybrané faktory a metody ovlivňující výběr akcií do portfolia-teorie	17
1.3.1 Fundamentální analýza.....	17
1.3.2 Technická analýza.....	26
1.4 Rizika optimalizace výnosu portfolia cenných papírů.....	27
1.4.1 Rizika ve vztahu k daním.....	27
1.4.2 Daň z kapitálových výnosů – srovnání.....	29
1.4.3 Daňová rezidence.....	34
1.5 Rekapitulace a výhled do budoucna	36
1.5.1 Výhled do budoucna.....	37
2. CÍLE, VĚDECKÉ OTÁZKY A HYPOTÉZY DISERTAČNÍ PRÁCE ...	38
3. METODY A POSTUP ZPRACOVÁNÍ DISERTAČNÍ PRÁCE	39
4. VÝSLEDKY DISERTAČNÍ PRÁCE	42
4.1 Tvorba modelů a jejich analýzy	42
4.2 Modelové portfolio a jeho parametry	43
4.3 Výběr dividendových akcií.....	46
4.4 Optimalizace zdanění – metodou FIFO nebo metodou aritmetického průměru.....	53
4.4.1 Zdanění prodeje akcií.....	54
4.4.2 Uplatnění metody váženého aritmetického průměru	55
4.4.3 Uplatnění metody FIFO	56
4.5 Celková čistá anualizovaná výnosnost	58
4.6 Průzkum optimalizace výnosu vybraného portfolia dotazníkovou metodou.....	61
4.6.1 Cíl výzkumu	63
4.6.2 Respondenti.....	64
4.6.3 Vyhodnocení.....	65
4.6.4 Dílčí závěr.....	67
4.7 Vyhodnocení hypotéz	69
5. PŘÍNOSY DISERTAČNÍ PRÁCE PRO VĚDU A PRAXI.....	70
5.1 Přínos pro teoretické poznání a pedagogiku	71
5.2 Přínos pro praxi a investory	72
SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY	74

SEZNAM OBRÁZKŮ A GRAFŮ	78
SEZNAM TABULEK	79
SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK.....	80
PŘÍLOHY	81
PUBLIKAČNÍ AKTIVITY AUTORA	85
ODBORNÝ ŽIVOTOPIS AUTORA.....	86

ÚVOD

Prohlubováním globalizace v posledních dvou desetiletích se současně zvyšuje tlak na finanční investory, kteří jsou nuceni řídit své finanční investiční portfolio efektivněji. Proto je optimalizace tvorby a správy finančního portfolia, které bude zohledňovat všechna rizika, respektive téměř všechna rizika, stále aktuálnější v ekonomické teorii i praxi.

Moderní teorie portfolia, zabývající se optimálním výběrem finančního portfolia, si klade za cíl maximalizovat výnos se souběžně maximálně zredukovaným celkovým investičním rizikem. Jedním z hlavních podsystémů subkategorie „finanční riziko“ je i oblast daňová a v ní zejména změna zdanění výnosu z investovaných prostředků. K takové změně právě došlo v České republice prodloužením tzv. časového testu¹ při prodeji cenných papírů z 6 měsíců na 3 roky.

V praxi finančního investora v ČR to znamená, že namísto neexistence zdanění jeho zisků z výše uvedeného nákupu a prodeje cenných papírů po 183 dnech od jejich nákupu (de facto od „otevření“ jeho investiční finanční pozice) je podle nových podmínek tento zisk již povinen danit (formou jeho uvedení do svého daňového přiznání za každý kalendářní rok, pokud v daném roce došlo k takovým prodejm a na jejich základě vyprodukovaným ziskům). Osvobozen od placení daně z takto dosaženého zisku je od 1. 1. 2014 takový investor až po 3 letech od momentu jeho nabytí.

Tvorba optimálního portfolia cenných papírů s cílem dosažení maximálního výnosu investice s ohledem na novou platnou daňovou legislativu je proto významnou výzkumnou oblastí, která vyžaduje nově nadefinovat správné postupy (metody) řešení pro tyto nově platné daňové podmínky. Součástí výzkumu bude kromě sestavení těchto postupů (v práci budou sestaveny a analyzovány dva) také provedení analýz a jejich následné zhodnocení, jak se na základě této výrazně změněné legislativy mění, resp. bude měnit chování finančních² investorů.

Na modelových příkladech bude vytvořena analýza a srovnání investičních portfolií a jejich výnosů ve smyslu nové platné legislativy. Ty budou následně ověřovány v praxi ve spolupráci s obchodníky s cennými papíry J&T Bank a Cyrrus (obchodníci s cennými papíry v České republice).

¹ Pod pojmem „časový test“ se v dalším textu vždy bude rozumět osvobození finančního investora od placení daně ze zisku, který finanční investor dosáhl prodejem svých cenných papírů, pokud je měl od momentu jejich nákupu (nabytí) v držení (vlastnictví) víc než 183 dnů (tj. 6 měsíců).

² Finančním investorem se v této publikaci rozumí takový investor (fyzická nebo právnická osoba), který své finanční prostředky investuje na kapitálovém trhu do různých finančních produktů s cílem (po jejich získání a následném prodeji) dosažení zisku. Takový investor své zisky realizuje pouze a výhradně buď nákupem a následným prodejem různých cenných papírů, nebo tzv. short sellingem, tedy nejdříve prodejem cenných papírů, které de facto nemá a půjčuje si je s cílem, že je později za nižší cenu nakoupí a z rozdílu cen mezi prodejem a následným nákupem zrealizuje zisk (po poklesu ceny dotyčného aktiva).

Cílem disertační práce bude tvorba metodiky optimálního výběru portfolia s ohledem na novou platnou daňovou legislativu, především z pohledu prodloužení časového testu. To poslouží ke srovnání výnosnosti portfolia podle starého původního časového testu a podle nového prodlouženého časového testu. Z následné analýzy vyplyne závěr, jakým způsobem bude investor postupovat při optimalizaci svého investičního portfolia.

Druhým cílem disertační práce je optimalizace portfolia vytvořením, resp. za použití tzv. dividendového štítu. Jde o to prokázat, že u finančního portfolia sestaveného na základě metody „daňového štítu“ dochází k tomu, že po nákupu akcie před dividendou a následném prodeji po poklesu o dividendu vytváří investor dividendový štít, který mu optimalizuje zisk kompenzací z vytvořené ztráty při prodeji před a po dividendě.

Na modelových příkladech bude testována strategie a srovnána zpětně s cílem maximalizace dosaženého zisku. Budou srovnány metody používající a nepoužívající „daňový štít“. Toto porovnání bude provedeno s cílem prokázat, že použitím této strategie lze docílit značné optimalizace dosaženého výsledného zisku.

Předmětem této disertační práce bude analýza hledání optimálního portfolia, na základě poznatků moderní teorie portfolia, aplikace této analýzy na český kapitálový trh a zkoumání čisté anualizované výnosnosti portfolia cenných papírů, tedy výnosnosti přepočítané na roční bázi se zahrnutím daňové povinnosti.

Impulsem k napsání této práce byla právě připravovaná výrazná změna daňových pravidel v oblasti zdaňování zisků z obchodování s cennými papíry v České republice (studium těchto procesů započalo na začátku roku 2012, proto i údaje použité v následujících kapitolách se věnují letem 2012–2014). Daňová sazba se od 1. ledna 2014 výrazně mění (tj. zvyšuje) a mění tak explicitně celkovou anualizovanou výnosnost.

Provedený a prezentovaný výzkum je vysoce aktuální právě proto, že reaguje jako jeden z prvních na významnou daňovou změnu – po dlouhých letech osvobození od daně z prodeje cenných papírů (od r. 1993, pokud je investor držel 6 měsíců) se tato doba náhle prodlužuje až na 3 roky – a tím dává vysvětlení i podnět ke změně koncepce tvorby optimálního finančního portfolia v České republice po 1. 1. 2014. (Pokud by k takové analogické zásadní změně příslušné daně došlo i v jiné zemi, tento výzkum a jeho výstupy budou moci být využity i v takovém dalším státě).

1. SOUČASNÝ STAV ŘEŠENÉ PROBLEMATIKY

1.1 Optimalizace tvorby portfolia – moderní teorie portfolia

Problematika optimalizace tvorby finančního portfolia zaměřená na selektivní výběr cenných papírů s cílem vytvořit optimální portfolio je mikroekonomická disciplína zkoumající, jaké kombinace finančních aktiv je potřebné vytvořit, aby portfolio mělo předem dané a optimální vlastnosti (tj. riziku přiměřený zisk). Cílem optimalizace je samozřejmě dosažení maximálního zisku s co možná nejmenším rizikem. Základy teorie portfolia položil a sestavil Harry Markowitz.³

Kromě Harryho Markowitze budou kriticky uvedeny a vyhodnoceny názory a práce významných ekonomů, kterými bezpochyby byli J. Tobin, W. Sharpe, J. M. Keynes, J. Schumpeter, B. Graham a několik dalších ekonomů ze světa i z České republiky. Tato analýza bude v logickém sledu postupovat od klasického modelu H. Markowitze přes jeho vylepšování následníky až po zjištění, že analyzovanou problematikou se v České republice dosud prakticky nikdo nezabýval (a právě proto byla pro tuto práci vybrána k podrobnějšímu zkoumání, rozpracování a vysvětlení).

³ Harry M. Markowitz je americkým ekonomem a nositelem Nobelovy ceny za rozvoj ekonomie, jehož nejznámějším dílem je „Moderní teorie portfolia”. Více např. Weyel (2009).

1.1.1 Výnosy ve vztahu k riziku

Markowitzův model je modelem hledání optimálního portfolia pro investora s určitými preferencemi. Je vybudován s pomocí teorie pravděpodobnosti a statistiky. Jedním z jeho velkých přínosů je, že dokázal významnost diverzifikace (Markowitz, 1952, s. 27).

Proces výběru portfolia lze podle Markowitz (1952) rozdělit do dvou fází. První fáze začíná pozorováním a získáváním zkušeností a končí přesvědčením o budoucích výsledcích dostupných cenných papírů. Druhá fáze začíná příslušnými přesvědčeními o budoucím vývoji a končí s výběrem portfolia (Markowitz, 1952, s. 32).

Výnosy a rizika vzájemně souvisejí. Každá třída aktiv (Markowitz je pojmenoval jako Asset-Class) má dlouhodobě takový výnos, který odpovídá jejímu rizikovému stupni. Nadprůměrný výnos je spojen vždy s nadprůměrným rizikem. Neexistuje žádný finanční instrument s vysokými výnosy a nízkým rizikem. O výši zisku a výši rizika rozhodují specifické investiční strategie. Klíč k nastavení rizika a optimalizaci struktury výnosů/rizik je v diverzifikaci.

1.1.2 Vliv nejistoty a vztah riziko–výnos

Později na Markowitze navázal James Tobin (1918–2002).⁴ Založil teorii rizika, v níž zdůrazňuje substituční vztah mezi rizikem a výnosem širokého spektra aktiv včetně peněz.

J. Tobin bere v úvahu vliv nejistoty (zejména ohledně vývoje kurzů cenných papírů) na chování investorů. Ti si uvědomují riziko ztráty spojené s držbou akcií, které je obvykle přímo úměrné očekávanému výnosu.

Pro investory je riziko a očekávaný výnos tím vyšší, čím větší podíl majetku budou mít v cenných papírech. Tobin vytvořil model optimální struktury portfolia volbou té kombinace cenných papírů a peněz, která mu přináší nejvyšší očekávaný užitek. Tento očekávaný užitek závisí na jeho subjektivním ocenění kombinací výnosů a rizik (Starr, 1989, s. 351).

Taková teorie by vysvětlovala jak uváženou volbu ekonomických jednotek, které jsou omezeny jejich čistou hodnotou a stanovením výnosů na trzích, tak vyvážené dodávky aktiv na trzích. Měnová politika, stejně jako vládní dluh, může mít vliv na podmínky, za kterých bude společnost držet kapitál v akciích (Starr, 1989, s. 37).

Tobin použil v modelu tohoto rozhodování indiferentní křivky vyjadřující stejnou užitečnost, jakou danému ekonomickému subjektu přinášejí různé kombinace rizik a výnosů spojených s držbou cenných papírů.

Ke změně optimální struktury portfolia může dojít v případě změn úrokové míry.

Nejvyššího užitku je dosaženo v bodě, kde se přímka výnosů stává tečnou indiferentní křivky.

Součástí moderní teorie portfolia je také Sharpeho Capital Asset Pricing Model, který na Markowitze také navazuje a specifikuje zejména teorii rovnováhy aktiv i celých kapitálových trhů (Hill, 2010, s. 42).

⁴ James Tobin byl americkým ekonomem a nositelem Nobelovy ceny za ekonomii, který se věnoval především průkopnickým myšlenkám v oblasti studia investic, monetární a fiskální politiky a finančních trhů. Jeho velkým přínosem byl rovněž ekonomický model Tobit, který navrhl. Více např. Diamand (2014, s. 208).

1.1.3 Teorie efektivní diversifikace

Capital Asset Pricing (CAPM) nebo také Sharpeho model, ve kterém dosavadní teorie rozšířil na rovnovážnou teorii efektivní diversifikace akciového portfolia. Jde vlastně o proces přidání cenných papírů do portfolia za účelem snížení celkového rizika prostřednictvím snížení jedinečného rizika. Nesystematické (jedinečné) riziko vyplývá z jedinečnosti cenných papírů v portfoliu. Systematické (tržní) riziko je na druhou stranu nediverzifikovatelné. Mírou tohoto rizika je koeficient beta.⁵

Koeficient beta odráží, v jaké míře určitý cenný papír podléhá vlivu všeobecného tržního poklesu či vzestupu, a tak vlastně měří příspěvek cenného papíru k riziku portfolia.

V průměru se cena určité akcie při růstu trhu o 1 % zvýší o beta této akcie. Většina akcií má standardní odchylku větší než tržní průměr, velkou část jejich variability představuje tzv. jedinečné riziko, které lze na rozdíl od tržního rizika odstranit diversifikací (Levy & Sarnat, 1977, s. 301).

I podle J. A. Schumpetra (1964, s. 75) je zisk prémie za úspěšné inovace v kapitalistické společnosti. Je ale dočasný, zanikne konkurencí. Keynes (1963, s. 295) pak říká, že „...věřitel požaduje ke svým penězům přírážku, aby kryl své riziko a svou nejistotu“.

Ekonomická teorie výběru portfolia řeší především kvalitu vybraného aktiva a vztah rizika k výnosu. Předmětem disertační práce je ovšem maximalizace výnosu a jen ta část rizika, která souvisí s legislativou a změnou daňových sazeb. Jedná se o optimalizaci již dosažených kapitálových výnosů, a to tak, že cílem je co nejefektivnější a tedy i nejvyšší výnos použitím navrhovaného modelu. To částečně limituje i riziko změny zdaňování kapitálových výnosů.

V ČR se danou problematikou zabývá především Rejnuš v publikacích „Teorie a praxe obchodování s cennými papíry“ z roku 2011 a „Finanční trhy“ z roku 2014. Gladiš (2005) popisuje optimální výběr portfolia pro praxi z pohledu výběru kvalitních akcií na základě fundamentu, zatímco Jílek (2009) se zabývá touto problematikou z hlediska rizika jak úvěrového, tak finančního. Král s Kováříkem (2011) se touto problematikou zabývají z pohledu Carry trade. Nikdo z nich se však nevěnuje výlučně a podrobně výši dosaženého zisku se zohledněním a optimalizací daňového hlediska.

⁵ V tomto kontextu Kislingerová a kol. (2010, s. chybí strana) uvádí, „že základní vztah modelu CAPM říká, že odměňováno je pouze riziko systematické. Jedinečné riziko je eliminovatelné vhodně zvolenou diversifikační strategií, a proto není důvod, proč by měla být za tento typ rizika požadována nějaká prémie za riziko jako v případě rizika systematického, které diverzifikací eliminovatelné není“.

1.1.4 Hodnotový přístup k investování

V současné době se prosazuje také hodnotový přístup k finančnímu investování neboli hledání podhodnocených akcií kvalitních firem, jehož hlavním představitelem je Benjamin Graham. Byl jedním ze zakladatelů teorie fundamentální analýzy a hodnotového investování. Jeho žák Warren Buffet byl praktickým realizátorem jeho teorie prostřednictvím založeného investičního fondu Berkshire Hathaway. Kromě jiného stanovil pravidla výběru akcií do portfolia. Právě tato pravidla (vybraná z nich) budou aplikována i pro tvorbu modelového portfolia, které v této práci bude navrženo a poté podrobena věcně příslušné analýze.

Problematika spojení čistě ekonomicko-ziskového investování se v odborné časopisecké literatuře vyskytuje velice zřídka. De facto se nejčastěji vyskytuje jen jako okrajová část jiného výzkumu.

Tak je tomu u finského ekonoma Likku Korhonena (2013), který se primárně věnuje vlivu cen ropy na trzích cenných papírů (především v Rusku Polsku, ČR a Maďarsku, přičemž tyto 2 skupiny trhů srovnává se třetí skupinou, a to Jihoafrickou republikou a Tureckem, teda trzích úplně odlišných oproti trhům střední Evropy). I u něho však absentuje dopad daňových vlivů.

Stejně je to i u Cynhie Campbell (2003). Ta se specializuje na analýzu výnosnosti investic do pojišťovacích společností v prostoru Evropské unie.

Zkoumanou problematiku řeší i Ilias Kapsis (2012), který v článku *Competition Law and Policy for the EU Banking Sector in a Period of Increased Economic Uncertainty*, který se věnuje analýze dopadů a vlivům světové bankovní a finanční krize na bankovní sektor Evropské unie a s tím související konkurenceschopnosti tohoto sektoru, zejména dopadu právních vlivů a rozhodnutí (analogicky i tato práce se věnuje právě dopadu těchto vlivů na optimální rozhodování investora do finančních instrumentů českého akciového trhu). Danou problematikou se zabývá i Paloušek a Rejnuš.

Další z autorů se zabývají optimalizací ve vztahu ke kvantitativnímu výběru a neřeší optimalizaci již dosažených kapitálových výnosů:

Paea a Sabbaghi (2015, s. 203–207) se zabývají analytickou optimalizací portfolia cenných papírů ve vztahu k volatilitě a vahám jednotlivých titulů a rizik z toho vyplývajících. Řeší především kvalitativní stránku výběru portfolia a nezohledňují čistý výnos po zdanění.

Lampeniusa Buerkle (2014, s. 296–313) zkoumají především firemní daně a jejich vliv na kapitálový výnos z pohledu emitenta cenných papírů tak, aby akumulované odpisy snižovaly základ daně. Neřeší problematiku investora, ale řeší optimalizaci emitenta. Řeší daňový štít z opačné strany.

Molnar a Kjell (2013, s. 419–428) řeší daňovou optimalizaci v souvislosti s pákovým efektem a dluhovým rizikem. Následně optimalizují portfolio ve vztahu k očekávané výnosnosti. Zdaňování kapitálového výnosu neřeší.

Dreßler a Overesch (2013, s. 513–543) analyzují vliv daňové ztráty na portfoliovou investici, respektive její kapitálový výnos a očekávají dva různé

daňové efekty. Za prvé upevňuje investiční rozhodnutí ve vztahu k budoucím očekávaným ztrátám. Za druhé existující ztráty z minulosti mají vliv na investiční rozhodování v budoucnu.

Dwenger a Steiner (2012, s. 117–150)

zkoumají problematiku daní ve vztahu daňový zisk a daňová sazba. Kalkulují průměrné daňové sazby. Nezabývají se optimalizací portfolia, ale daňovou optimalizací jednotlivých akciových společností s cílem snížit tyto daně.

Blouin, Core, Guay (2010, s. 195–213) zkoumají problematiku uplatnění daňového štítu především u společnosti, které ji nedokážou plně využít. K daňové optimalizaci využívají daňový benefit úrokové srážky, a to tím, že zatíží společnost novým dluhem a zaplacený úrok sníží daňový základ.

Zhou, Yang, Yu a Ralescu (2007, s. 381–397) vytváří modely optimálního portfolia ve vztahu k riziku. Používají fuzzy techniky optimalizace. Cílem problematika čerpá z dat burzy cenných papírů v Číně.

Corte's, Onieva, Guadix a Muñuzuri (2013, s. 859–875) zkoumají problematiku portfolia především dividendových akcií s pravidelným ročním příjmem, které se obchodují již delší dobu na burze, vytváří modely risk managementu ve vztahu k pevnému kapitálovému výnosu.

1.2 Identifikace a lokalizace vědeckého problému

Jak bylo výše uvedeno, prakticky nikdo z autorů v databázích Web of Science a Scopus se zatím nezabýval dále analyzovanou problematikou.

Identifikace problému a lokalizace bodu (resp. oblasti), kde se tato problematika v ekonomické teorii přesně nachází, lze nejlépe určit pomocí ekonomické posloupnosti tvorby různých fází kategorie zisku firmy. Zde je pro přesné určení daného místa vhodné použít posloupnost různých forem kategorie „zisk“ od české ekonomky Holečkové (1999, s. 95), která na základě studia této kategorie v anglosaských ekonomikách určuje následující posloupnost (s použitím jejich anglických označení):

1. EBDIT (Earnings before Depreciation, Interest and Taxes, česky: zisk před odečtením odpisů, úroků a daní),
2. EBIT (Earnings before Interest and Taxes, česky: zisk před odečtením úroků a zdaněním),
3. EBT (Earnings before Taxes, česky: zisk před zdaněním),
4. EAT (Earnings after Taxes, česky: zisk po zdanění).

Z hlediska určení přesné lokalizace dané problematiky v ekonomické teorii lze na základě výše uvedeného členění jednoznačně konstatovat, že analyzovaná problematika se nachází právě mezi body 3 a 4 uvedené posloupnosti. Navíc je důležité zdůraznit, že empiricky i gmozeologicky jde o interdisciplinární určení tohoto bodu i místa jeho identifikace (zahrnuje mnohé a různé aspekty ekonomické, daňové, investiční a další, jejichž analýza není předmětem této práce).

Díky použití optimální investičně-daňové metody ve srovnání se stávajícími běžně užívanými metodami je nejenom teoreticky možné, ale i prakticky zcela reálné – jak ukáže dále uvedená případová studie sestavená a vypočtená na základě reálných tržních cen u portfolia akcií vybraných dále uvedeným metodologickým postupem – dosáhnout finálního zisku investora ve vyšší velikosti v porovnání se všemi postupy, které nepoužívají v práci dále popsané a analyzované metody.

1.3 Vybrané faktory a metody ovlivňující výběr akcií do portfolia-teorie

1.3.1 Fundamentální analýza

Akcie byly vybrány na základě fundamentální analýzy založené na znalostech vzájemných souvislostí mezi ekonomickými a mimoekonomickými procesy (Růčková, 2008, s. 41). Základem fundamentální analýzy je nalézt odpovídající, správnou hodnotu finančního instrumentu – jeho vnitřní hodnotu. Vnitřní hodnota je taková cena akciového titulu, za kterou by se mělo na trhu obchodovat. Jedná se o „spravedlivou cenu“ cenného papíru při přihlednutí ke všem fundamentům. Předpokladem fundamentální analýzy je tedy nalezení nesprávného ocenění cenných papírů na trhu. To znamená, že jejich vnitřní hodnota se liší od aktuální tržní ceny cenného papíru. Je buď vyšší, nebo nižší než aktuální cena na burze.⁶

Vzhledem k tomu, že vycházíme z předpokladu, že pro dlouhodobější držení akcií v portfoliu se zvyšuje význam fundamentální analýzy pro účely této práce a v ní provedeného výzkumu, budou se využívat především její hlavní ukazatele.

Fundamentální analýza je považovaná za nejkompexnější typ analýzy akciových trhů. Penman (2006, s. 42) definuje fundamentální analýzu jako metodu zaměřenou na (a) analýzu současných a minulých účetních výkazů v konjunkci s ostatními podnikovými specifikami, (b) analýzu odvětví a (c) analýzu makroekonomických dat, za účelem predikce budoucích příjmů plynoucích z akcií, případně ke zjištění jejich vnitřní hodnoty. Kothari (2001, s. 48) uvádí, že základním cílem fundamentální analýzy je identifikace nesprávně oceněných akcií za účelem investování. I na efektivních trzích zastává tato analýza i v současnosti důležitou úlohu tím, že pomáhá pochopit determinanty tržní hodnoty podniků, čímž pomáhá ulehčit investiční rozhodování a oceňování soukromých podniků. Z domácích autorů vzpomenu definici Chovancové (2006, s. 67), která charakterizuje fundamentální analýzu prostřednictvím její hlavní úlohy – „odpovědět investorovi na otázku, do jaké míry odpovídá cena akcie na trhu její vnitřní hodnotě, tedy dává investorovi informace o tom, kdy je vhodné akcie koupit, resp. prodat“. Uvedené poznatky lze shrnout následovně: klíčovou úlohu ve fundamentální analýze sehrává pojem vnitřní hodnota akcie. Vnitřní hodnota akcie, tzv. fair value nebo intrinsic value, představuje hypotetickou cenu akcie, které by měla odpovídat současná cena v případě jejího správného ocenění trhem. Když je vnitřní hodnota vyšší než kurz akci, je cena akcie podhodnocena (Sojka, 2008, s. 65). Naopak, když je vnitřní hodnota akcie nižší oproti ceně tržní, je cena akcie nadhodnocena.

⁶ *Toto tvrzení a postup jsou v příkrém rozporu s teorií efektivních trhů Eugena Famy, za kterou – přes její neplatnost – dostal tento ekonom Nobelovu cenu za ekonomii. Touto problematikou se monografie nebude zabývat. Věnují se jí například české práce Krále s Kovářikem a další texty zahraničních ekonomů (viz např. kritika Famovy teorie efektivních trhů).*

V tomto kontextu Polouček a kol. (2009, s. 75) uvádí, že „na kurz cenného papíru a jeho změny působí celá řada faktorů a realita ukazuje, že jde o faktory nejen ekonomické, ale také psychologické, sociologické, politické a mnohé jiné. Rozhodující vliv na vývoj kurzů cenných papírů mají nicméně ekonomické faktory, představované jak makroekonomickými podmínkami v tuzemsku a ve světě, tak ekonomickou situací daného odvětví a pochopitelně také konkrétní ekonomickou a finanční situací podniku, který cenné papíry emitoval.“⁷

Když skutečnou vnitřní hodnotu akcie v peněžním vyjádření nelze určit, jde o hypotetickou cenu. V takovém případě nevíme, jaká bude hodnota akcie v budoucnosti, nevíme a zřejmě ani neexistují žádné reálné způsoby, jak to lze zjistit. Všechny metody, které fundamentální analýzy akciových trhů na odhad hypotetické ceny nabízí, by se proto měly týkat pouze současné hodnoty (tedy zjišťovat hodnotu k okamžiku, ke kterému jsou používány aktuální údaje). Když bychom se při odhadu vnitřní ceny akcie nemýlili, mohli bychom do našeho portfolia (při uzavření dlouhé pozice) vybrat jen takové akciové tituly, jejichž současná vnitřní hodnota je větší oproti tržní ceně. Přesto bychom nemohli mít jistotu, že tržní hodnota tohoto portfolia se bude významně lišit od vnitřní hodnoty akcie.

Podstatu proto tvoří zjištění, zda je akcie podhodnocená, tzn. vnitřní hodnota je vyšší než kurz akcie, nebo je nadhodnocená, tzn. vnitřní hodnota akcie je nižší než její kurz.

V prvním případě toto zjištění představuje signál k nákupu, protože existuje předpoklad nárůstu ceny akcie na trhu. Pokud je cenný papír nadhodnocený, tj. jde o druhý případ, je to signál k prodeji, protože je možné očekávat pokles kurzu až na úroveň tzv. fair value, tedy na úroveň její vnitřní hodnoty. Je přirozené, že každý účastník na trhu se snaží dosáhnout vlastní užitek z realizovaných transakcí, ať už jde o spekulanty na růst trhu (tzv. bulls), anebo na jeho pokles (tzv. bears). Základním cílem fundamentální analýzy je identifikace nesprávně oceněných akcií za účelem finančního investování na základě kvalifikovaného investičního rozhodnutí. Zřejmě bychom do portfolia nekupovali akciové tituly, o kterých víme, že jejich současná vnitřní hodnota je už v čase analýzy menší než tržní cena. Samozřejmě, že ve skutečnosti se při odhadech vnitřní hodnoty akcie skoro vždy zmýlíme. Otázkou tedy je, nakolik se v našich odhadech mýlíme. Z tohoto pohledu je cílem fundamentální analýzy poskytnout takové metody odhadu vnitřní hodnoty akcie, jejíž chyby budou co nejmenší.

Ocenění akcie je na základě fundamentální analýzy vhodné pro investory se středně a dlouhodobým horizontem investování. Na základě fundamentální

⁷ V tomto procesu sehrává významnou roli právě finanční analýza. Finanční analýza patří k významným nástrojům finančního řízení, hodnotí minulý a současný vývoj hospodaření z různých pohledů a dává tím podklady pro budoucí rozhodnutí (Pavelková, Knápková, 2005, s. chybí číslo strany). Jakékoli finanční rozhodování musí být podloženo finanční analýzou (Synek a kol., 2006, s. chybí číslo strany). Podle Kotuliče, Király, Rajčániové (2010) je finanční analýza velmi účinná diagnostická metoda, která umožňuje posoudit jeho „finanční zdraví“.

analýzy si ohodnotí akcii a rozhodne se investovat. Krátkodobé výkyvy ceny na burze mu nezpůsobí ztráty, neboť akcie téměř nikdy nedosahuje ceny svého fundamentu. Jak bylo uvedeno výše, je buď nadhodnocena, nebo podhodnocena vzhledem ke svému fundamentu.

Fundamentální analýzou můžeme ocenit akcii a zaznamenat odchylku od vnitřní hodnoty v obou směrech, tzn., může jít o podhodnocení nebo nadhodnocení. Při fundamentální analýze však nehovoříme o zodpovězení otázky „kdy je vhodné akcie koupit, resp. prodat“ – ve smyslu „časování trhu“ (tzv. timingu). Fundamentální analýza svým instrumentáři ekonomických ukazatelů nikdy nezodpoví na otázku, kdy přesně vstoupit do pozice. To je možné v kombinaci s technickou analýzou. Přesto je známé, že i na efektivních trzích sehrává tato analýza důležitou úlohu, protože pomáhá pochopit determinanty tržní hodnoty podniku. To ulehčuje investiční rozhodování a oceňování soukromých podniků (i veřejně neobchodovaných).

Vzhledem k tomu, že vývoj kurzů na finančním trhu ovlivňuje nespočetné množství faktorů, fundamentální analytici potom přirozeně pracují s obrovským množstvím dat. Snaha o identifikaci všech relevantních kurzotvorných informací by byla marná, protože ekonomický systém je příliš „rozvětvený“ na množství faktorů. Víme však, že tyto faktory působí na různých úrovních hospodářství, které lze podle přesně určených kritérií relativně velice přesně rozlišit a vytvořit homogenní subsystémy, které takovému analytikovi výrazně usnadní najít hlavní cíl fundamentální analýzy (už uvedené podhodnocené nebo nadhodnocené akcie). Z toho pohledu lze členit fundamentální analýzu na:

- makroekonomickou analýzu – faktory: vývoj HDP, fiskální a monetární politika, inflace apod.,
- odvětvovou analýzu – faktory: charakteristika odvětví, možnosti a trendy, struktura, citlivost na změnu vnějšího prostředí apod.,
- mikroekonomickou analýzu – faktory: finanční analýza, ukazatele tržní hodnoty a oceňovací modely.

Finanční, resp. investiční analytik se potom může rozhodnout, které úrovni fundamentální analýzy bude připisovat nejvýznamnější úlohu. Obvyklý a zároveň nejkompexnější postup je začít makroekonomickou analýzou a skončit při samotné podstatě akciových trhů, tedy jednotlivých společnostech – emitentech akcií a u jejich makroekonomické analýzy. Takovou techniku analýzy bychom si mohli představit jako obrácenou pyramidu. Hlavním přínosem takového top-down přístupu je, že zabezpečuje obsažení všech relevantních informací v konzistentní formě. Opačný způsob, tzv. bottom-up, spočívá v tom, že nejprve filtrujeme společnosti, u nichž zvažujeme v budoucnosti nákup akcií.

Fundamentální analýza akciových trhů je podkladem pro investiční finanční rozhodování. Důležité je si však uvědomit, že časová náročnost komplexní analýzy účetních výkazů koliduje s požadavkem nezbytné a velice rychlé reakce na akciových trzích. Z toho důvodu se zaměříme hlavně na oceňovací modely a ukazatele tržní hodnoty podniku. Oceňovací modely mohou být jednoduché

(statické), jejichž vypovídací schopnost je zpochybnitelná. Na straně druhé máme složitější modely (dynamické), jejichž aplikace si vyžaduje patřičné ekonometrické poznatky. Rozdíl mezi statickými a dynamickými modely je v tom, že statické vyčíslují současnou cenu akcie na základě diskontování budoucích příjmů, které z ní plynou. Naproti tomu dynamické se snaží o funkční odvození budoucích trajektorií ceny, a tím se dostáváme k současné ceně akcie. Tyto modely, bez ohledu na jejich složitost a jejich konstrukci, jsou založeny na fundamentálních ukazatelích hodnoty podniku (dividendový výnos, výplatní poměr, aktivační poměr, P/E, PEG, P/B, P/S, P/CF atd.). I z tohoto důvodu důkladné poznání těchto ukazatelů je nevyhnutelné, přičemž nejjednodušší investiční rozhodnutí mohou pocházet už ze samotné úrovně, případně vývoje daného ukazatele. V tomto kontextu představují fundamenty podniku určitý průnik, protože na jedné straně představují základ oceňovacích modelů, ale zároveň jsou neoddělitelnou součástí finanční analýzy. Jejich místo při analýze akciových trhů je tedy mimořádně významné. Množství empirických studií je zaměřených na tyto ukazatele (zejména P/E a P/B) jako předstihových indikátorů míry růstu zisku. Logika predikční síly ukazatelů tržní hodnoty podniku ve vztahu k zisku je v takovém případě následující: cena akcie představuje kapitalizovanou současnou hodnotu očekávaných budoucích zisků vycházející přitom jak ze současných, tak i z budoucích investic. Naproti tomu současný zisk reflektuje dosažené výnosy z minulých a současných investic. V ceně akcie je obsažená i informace o budoucích výnosech, což přispívá k predikční schopnosti finančních ukazatelů.

Tržní kapitalizace

Jedním z prvních ukazatelů fundamentální analýzy, která pomáhá optimalizovat výběr akcií do investičního portfolia a současně ho silně ovlivňuje, je ukazatel tržní kapitalizace společnosti.

Hodnotu tržní kapitalizace společnosti získáme vynásobením počtu akcií vydaných společností tržní cenou jedné akcie.

Výše hodnoty tržní kapitalizace přibližuje investorovi peněžní hodnotu společnosti měřenou prostřednictvím její současné tržní ceny. Tento parametr je důležitý především při srovnání akciových společností z jednoho oboru a také u těch investorů, kteří preferují hodnotové ocenění akcií.

Investiční teorie nabízí dva základní přístupy – růstové a hodnotové investování. Příznivci prvního způsobu investování se více zajímají o budoucí růstový potenciál společnosti ve srovnání s její skutečnou hodnotou a aktuálním oceněním akcií. V portfoliích těchto investorů často končí akcie mladých společností z rychle rostoucích odvětví. Tyto společnosti zpravidla nevyplácejí dividendy a veškeré zisky reinvestují (Polouček, 2009, s. 95).

Zastánci hodnotového investování nejdříve zjišťují (vnitřní) hodnotu společnosti, kterou následně porovnávají s aktuální cenou na trhu. Za hodnotové bývají označovány akcie společností s jasně definovanou dlouhodobou strategií a určitou minimální výší tržní kapitalizace. Jedná se o akcie společnosti významné v daném oboru a to jednak technologicky a současně i co se týče výše jejich tržní kapitalizace. Jedním z takových příkladů je ohodnocení telekomunikačních společností dle přiložené tabulky č. 1:

Tabulka 1.1 Ohodnocení telekomunikačních společností

	Cena (EUR)	Tržní kapitalizace (EUR)	P/E	P/E FY1
Medián	41,69	51 255 664 335	31,18	23,34
Slovak Telekom AS	17,7-23,6E	749 445 205-999 260 273E	35,4-47,2E	--
O2 Czech Republic AS	7,92	2 462 513 644	18,38	14,71
Telefonica SA	13,63	67 656 320 106	20,91	16,83
United Internet AG	42,35	8 737 100 000	18,24	23,32
Deutsche Telekom AG	16,81	76 719 187 643	25,79	24,8
Freenet AG	29,6	3 816 218 277	15,44	15,49
Orange SA	15,32	40 885 545 887	38,33	16,21

Zdroj: (Bloomberg, 2013)

Z uvedené tabulky je možné analyzovat velikost společnosti, její význam ve srovnání s konkurencí a její cenu ve srovnání tržních kapitalizací a P/E ratia.

Účetní hodnota akcie

Účetní hodnota akcie = (vlastní kapitál - prioritní akcie) / Počet vydaných kmenových akcií. Toto číslo nám určuje hodnotu akcie podle účetních výkazů společnosti, která ji vydala. Z ní se poté vychází při stanovení tržní hodnoty akcie.

Podle Kislingerová a kol. (2010, s. 45) jde o vyjádření zisku dosahovaného v minulém a aktuálním období, který je následně rozdělován mezi stát (daně), vlastníky (dividendy) a podnik (reinvestice). Zisk, který je reinvestován, představuje přírůstek ve vlastním kapitálu a je odrazem pro využití růstových příležitostí. Současně odráží i základní strategická rozhodnutí vlastníků.

Ve většině případů je účetní hodnota akcie mnohem nižší než její cena na burze.

Cena / účetní hodnota

Tento poměr zohledňuje velikost a kvalitu společnosti. Čím větší a lepší společnost, tím je tato hodnota vyšší. U méně známých společností s nejasným výhledem naopak toto číslo klesá. V tomto kontextu Kislingerová a kol. (2010, s. 55) uvádí, že poměr tržní ceny akcie a její účetní hodnoty větší než 1 znamená, že tržní hodnota firmy je větší než ocenění vlastního kapitálu v rozvaze. Pokud je hodnota výrazně nižší než 1, znamená to, že potenciální reprodukční schopnost podnikových aktiv není investory hodnocena jako dostatečná vzhledem k objemu akciového kapitálu a vyšší rizika spojeného s daným druhem činnosti.

Pro společnosti zařazené do indexu DJIA činí v průměru 3,5, pro společnosti S&P's 500 je to 2,8 a pro Nasdaq 2,6. Hodnota tohoto ukazatele na české burze zatím není k dispozici.

Tržby

U tohoto ukazatele zkoumáme dynamiku vývoje tržeb společností za poslední účetní rok ve srovnání s tří až pětiletým obdobím v minulosti. Je nutné rozlišovat cyklické a anticyklické akcie. Příkladem může být automobilový průmysl, kde dochází k výrazným rozdílům v tržbách v obdobích krize a recese. Na druhou stranu akcie telekomunikačních firem se potýkají v posledních cca 3–5 letech s výrazným snižováním tržeb, ten je ale kompenzován růstem tržeb z datového segmentu. Důležitým faktorem při výběru optimálního portfolia je pro investora srovnávání tržeb v rámci firem jednoho segmentu (vůči tržní ceně jejich akcií).

Cena / tržby

Poměr ceny a tržeb na jednu akcii. Tato hodnota by měla být menší než 2. Jen v případě mimořádně dobré ziskovosti může být toto číslo opodstatněně vyšší.

Zisk na akcii

Tento ukazatel je z pohledů finančních investorů nejsledovanějším u každé společnosti. Akcionářům dává informaci o tom, zda je podnikání úspěšné. Z čistého zisku se mohou rozdělovat dividendy, které jsou zpravidla vyplácené ročně, v případě amerických společností často i čtvrtletně. Má přesto i své významné rizika.

Kinslingerová a kol. (2010, s. 86) uvádí, že „hodnota čistého zisku na akci nevyovídá nic o velikosti skutečně vyplacené dividendy na kmenovou akcii. Jedním z problémů tohoto ukazatele při jeho srovnávání s jinými společnostmi je okolnost, že vykázaný zisk může být ovlivněn účetní politikou podniku, tj. metodami oceňování majetkových částí, pravidly pro tvorbu a rozpouštění rezerv a opravných položek“.

P / E

„Poměr tržní ceny akcie k zisku na akcii ukazuje, kolik jsou akcionáři ochotni zaplatit za 1 Kč zisku na akcii, nebo také odhaduje počet let potřebných ke splacení ceny akcie jejím výnosem, a to za předpokladu konstantní výše zisku a ceny. Je indikátorem celkového tržního ocenění firmy a očekávané ceny akcie. Relativně vysoká hodnota může znamenat, že investoři očekávají velký růst dividend v budoucnu nebo že akcie obsahuje malé riziko. Je-li naopak jeho hodnota příliš nízká, může to signalizovat vyšší rizikovost akcie nebo nízký růstový potenciál firmy; dále může jít o podhodnocenou akcii, která by mohla být vhodná ke koupi“ (Kinslingerová a kol., 2010, s. 85).

Tento ukazatel svou vnitřní podstatou je de facto aktuální kurz akcie/zisk na akcii. Podobně jako u ukazatele „Cena/účetní hodnota“ nelze ani u tohoto určit správnou hodnotu. Je to z toho důvodu, že odpovídá konkrétnímu minulému období (čtvrtletí, resp. roku), za které společnost vyprodukuje zisk po zdanění rovný její tržní kapitalizaci. Je součástí fundamentální analýzy a v minulosti byl tento ukazatel často přeceňován. Proč je tak rizikový? Proto že současné zisky negarantují nikdy stejné zisky budoucí (za vyhodnocované časové období). Proto je v současné době více používán parametr P/E budoucích období. Především u cyklických akcií je pro stanovení adekvátní ceny na burze důležitý předpoklad správné predikce budoucích výnosů a zisku ve srovnání s prostým P/E.

Zisková marže

Dle Kotuliča, Király, Rajčániové (2010, s. 75) rentabilita tržeb (zisková marže) charakterizuje trhovou úspěšnost podniku. Tržby jsou hlavní příjmy podniku, proto má jejich poměr k zisku velký význam při sledování marketingové úspěšnosti.

Zisková marže tvoří jádro efektivnosti podniku (Kinslingerová a kol., 2010, s. 20).

Tento ukazatel se vypočítá podle vzorce: Čistý zisk / celkové tržby x 100. Jde o procentní vyjádření čistého zisku vůči tržbám analyzované společnosti.

Rentabilita vlastního jmění (angl. ROE – return on ekvity)

Vzorec výpočtu má tvar: čistý zisk / vlastní kapitál. Tento ukazatel představuje schopnost zhodnocovat vložený kapitál.⁸ Je vhodný pro srovnání s konkurenty. ROE se dá bez problémů použít pro tzv. benchmarking (tj. srovnání s konkurenty ze stejného oboru). Je nutné dávat pozor na jeho správné používání. Ve finanční sféře se v souvislosti s jeho konstrukcí ještě využívá parametr „žádoucí hodnota“. Ta je pro každé odvětví v každé zemi obvykle trochu jiná (Bábek, 2013, s. 56).

Rentabilita aktiv (angl. ROA – return on assets)

Vzorec má následující tvar: čistý zisk + úroky po zdanění / celková aktiva. Ukazatel představuje výsledný efekt firmy, který je dosahovaný z jejího celkového kapitálu.

Důležité u tohoto ukazatele je to, zda podnik dokáže efektivně využít svoji majetkovou bázi. V tomto kontextu Kislingerová a kol. (2010, s. 55) uvádí, že rentabilita aktiv je klíčovým měřítkem rentability podniku.

Výpočet se v praxi provádí v několika variantách, ze kterých každá samostatně má své opodstatnění a také svá silná a slabá místa. Uvedeme použití nejvýznamnějších variant:

- a) **ROA = EBIT / Aktiva,**
- b) **ROA = EAT / Aktiva,**

kde:

EBIT (earning before interest and taxes) = zisk před zdaněním a platbou úroků,
EAT (earning and/after taxes) = zisk plus daňová sazba, tedy zisk po zdanění.

Dividendový výnos

„Dividendový výnos udává v % zhodnocení investice akcionáře; je pro investory jednou z motivací k prodeji, držbě nebo koupi akcie. Pokud se zvýší tržní cena při nezměněné výši dividendy, stává se ukazatel méně příznivý. Pro investora se taková akcie stává méně atraktivní a je i hůře prodejná. Růst tržní ceny může být důsledkem působení řady faktorů, mezi jiným i konzervativní dividendové politiky“ (Kislingerová a kol., 2010, s. 28).

Tento ukazatel se vypočítá podle vzorce: Dividenda na jednu akcii / kurz akcie. Finančnímu investorovi určuje jeho roční procentuální výnos z dividend při aktuální ceně. Pro většinu akcionářů je to jediný příjem z držení akcií kromě

⁸ Kislingerová a kol. (2010) uvádí, že „Rentabilita vlastního kapitálu je jedním z klíčových ukazatelů, na který soustřeďují pozornost akcionáři, společníci a další investoři. Měří, kolik čistého zisku připadá na jednu korunu investovaného kapitálu akcionářem.“

výnosu z nárůstu hodnoty akcie. Dividendovým výnosem se práce zabývá podrobněji v další části.

Fundamentální analýza a její nástroje přes všechny své klady neposkytují vhodné informace o tom, kdy přesně vstoupit do pozice. To je možné jenom v kombinaci s technickou analýzou. Přesto je známé, že i na efektivních trzích sehrává tato analýza důležitou úlohu, protože pomáhá pochopit determinanty tržní hodnoty podniku. To pomáhá ulehčit investiční rozhodování a oceňování soukromých podniků (i veřejně neobchodovaných).

1.3.2 Technická analýza

Jedná se o způsob analýzy, který vychází ze studování cenových map v grafu. Technická analýza vychází z myšlenek Charlese Dowa. Jeho teorie vychází ze tří základních předpokladů (Růčková, 2008, s. 27):

1. Cena je reálná a přesně reprezentuje působení veškerých tržních sil, které jsou v určitém okamžiku na trhu přítomné.
2. Ceny se pohybují v trendech.
3. Cenové trendy se opakují. Pokud se nám podaří je rozeznat, můžeme je proměnit v ziskové příležitosti.

Účelem technické analýzy je s pomocí cenového grafu a dalších technických nástrojů předpovědět budoucí vývoj ceny.

1.4 Rizika optimalizace výnosu portfolia cenných papírů

1.4.1 Rizika ve vztahu k daním

Významným znakem současného období jsou nejen velké cenové fluktuace na kapitálovém trhu, ale také neočekávané změny v podmínkách obchodování se zahrnutím investičního rizika. Kromě rizika změny úrokové míry, inflačního rizika, ztráty likvidity, měnového rizika a jiných je jedním z nejsledovanějších, které ovlivňují relevantním způsobem konečný zisk finančního investora, riziko změny zdanění výnosů při obchodování s akciemi.

Právě toto riziko, jeho vliv na výsledný zisk finančního investora a jejich podrobná analýza jsou předmětem této disertační práce. To proto, že hlavním problémem pro finančního investora v této oblasti je, že de facto není v předstihu vždy dostatečně možné (někdy jo, někdy ne – to je předmětem jiných analýz, které zde nebudou prováděny) toto riziko a jeho velikost předvídat.

Proto je pro finanční investory nutné jen ex post věcně správně reagovat na změny, které zavedením změn v této oblasti – v ČR konkrétně zavedením delšího časového testu – vznikají. Hlavním motivem státu k jeho zavedení⁹ v období současné ekonomické krize je zvýšení příjmu státního rozpočtu přímým či nepřímým zvyšováním daní. K tomu dochází v České republice od 1. 1. 2014 přijetím vládního návrhu ohledně prodloužení tzv. „časového testu“.

S účinností od 1. ledna 2014 dochází v ČR k následujícím změnám:

Výrazné prodloužení lhůty pro osvobození příjmů fyzických osob z prodeje cenných papírů (dále tzv. časový test). Původní délka osvobození od placení daně z kapitálových výnosů se prodlouží z 6 měsíců na tři roky (§ 4 odst. 1 písm. w), od daně jsou nezávisle na splnění časového testu osvobozeny příjmy z prodeje cenných papírů a příjmy z podílů připadající na podílový list při zrušení podílového fondu, pokud jejich úhrn u poplatníka nepřesáhne ve zdaňovacím období 100 000 korun (§ 10 odst. 3 písm. c)) zákona č. 586/1992 Sb.

Tyto změny nepůsobí retroaktivně. Dle čl. II přechodných ustanovení platí, že u osvobození příjmů z prodeje cenných papírů nabytých přede dnem nabytí účinnosti tohoto zákonného opatření Senátu se postupuje podle § 4 odst. 1 písm. w) zákona č. 586/1992 Sb., ve znění účinném přede dnem nabytí účinnosti tohoto zákonného opatření Senátu.

⁹ Je neoddiskutovatelnou pravdou, že jeho původní krátké období v mnoha zemích Střední a jižní Evropy – jako příklady lze uvést do konce 90. let 20. století rakousko, Německo, Českou republiku, atd. – vedlo ke vzniku mnoha milionářů (v ATS, DEM, atd.) jen díky tomu, že od začátku 90. let 20. století v období největšího boomu na světových a také střeoevropských burzách tito lidé včas nakoupili levné resp. relativně levné akcie a poté po jejich držení je často s víc než 100% ziskem prodávali. Je mnoho případů, kdy tyto zisky dosáhly i víc než 1000 % v průběhu několika málo let. Za příklad stačí uvést cenový vývoj české energetické firmy ČEZ, které se ze svého minima na úrovni 38 CZK za akcii dostala za cca 10 let až nad úroveň 1500 CZK za 1 akcii. I v ČR je několik stovek milionářů, kteří se jimi stali i díky existenci tohoto krátkého časového testu.

Koncept tvorby daně z příjmu při prodeji cenných papírů ve vztahu k optimální tvorbě portfolia vychází z existence různých daňových úrovní v různých státech.

Daň z příjmů fyzických osob, která v České republice dosahuje 22 %, je sedmá nejnižší v celé evropské sedmadvacítce. Nejvyšší daně se platí ve Švédsku (56,6 %), Dánsku (55,6 %) či Belgii (53,7 %) a naopak nejnižší sazbu mají státy, jako je Bulharsko (10 %), Litva (15 %), Maďarsko a Rumunsko (oba 16 %) nebo sousední Slovensko (19 %) (Eurostat, 2011).

Průměr evropské sedmadvacítky se podle pravidelné zprávy o daňových tendrech, kterou zveřejnil Evropský statistický úřad (Eurostat), tvoří 38,3 % (Eurostat, 2011).

Podle současné legislativy (disertační práce byla psána od začátku roku 2013, proto ten přítomný čas) jsou příjmy z prodeje cenných papírů u fyzických osob za splnění určitých podmínek osvobozeny již po šesti měsících držby. Novela tento tzv. časový test pro osvobození ale prodlužuje na dobu tří let, která musí uplynout mezi jejich nabytím a prodejem. Pokud tato doba nebude splněna, bude příjem z prodeje cenných papírů zdanění podléhat klasickému zdanění. Nová pravidla pro danění zisků z prodeje cenných papírů se však budou dle přechodných ustanovení týkat až cenných papírů nabytých po 1. 1. 2014. Pro cenné papíry nabyté do konce roku 2013 tak bude platit dosavadní šestiměsíční časový test. Pro účely této disertační práce se budu zabývat již jenom akcemi, které investor nakoupí po 1. 1. 2012.

1.4.2 Daň z kapitálových výnosů – srovnání

Otázka, kterou si na tomto místě postaví řada finančních investorů a na kterou nyní hledá a potřebuje nalézt správnou odpověď, zní: „Jak je to se zdaněním zisků z investování do cenných papírů v okolních zemích?“

Analýza způsobů zdanění výnosů z prodeje cenných papírů v okolních zemích ukáže několik odlišných přístupů. Hlavní odlišnost se projevuje buď:

- započtením inkasované dividendy do příjmu,
- nebo ve způsobu osvobození od placení daně jejich držetím delší dobu,
- nebo osvobozením od kapitálových výnosů vůbec.

Tyto rozdíly mohou podstatným způsobem u finančního investora ovlivnit jeho výběr trhu, na kterém bude v budoucnu investovat, resp. podle toho bude vybírat sídlo své firmy (např. kvůli tzv. „daňovému ráji“¹⁰, apod.) s jeho hlavním cílem, kterým je dosažení daňové optimalizace.

Slovensko

Zdanění výnosů z kapitálových příjmů se řídí podle § 8 odst. 1 písm. e) zákona o dani z příjmů. Do základu daně (dílního základu daně) se zahrnuje zdanitelný příjem snížený o výdaje prokazatelně vynaložené na jeho dosažení. Příjem z prodeje cenných papírů je od zdaňování osvobozený do výše 500 eur ročně (po započtení souvisejících výdajů) a příjem z prodeje podílových listů je taktéž za určitých podmínek osvobozený, pokud se jedná o podílové listy vydané slovenským subjektem. V ostatních případech příjmy fyzických osob podléhají 19% sazbě daně (resp. 25 % z části základu daně převyšující cca 35 000 eur).

Výdaje, které lze uplatnit při zdanitelných příjmech z prodeje cenných papírů, jsou:

- Kupní cena prokazatelně zaplacená za cenný papír, pokud poplatník nabytí cenný papír koupí.
- Cena cenného papíru zjištěná v okamžiku nabytí, pokud poplatník nabytí cenný papír bezplatně, např. darováním, děděním.
- Výdaje související s nabytím a prodejem cenného papíru. Při prodeji zaměstnaneckých akcií i částka nepeněžního příjmu zdaněná u zaměstnance.
- Pokud jsou výdaje spojené s prodejem cenných papírů vyšší než příjem, na rozdíl se nepřihlíží. Při příjmech z prodeje cenných papírů není možné vykázat ztrátu.

¹⁰ Tento proces – zakládání sídla firmy v tzv. „daňových oázách“ resp. „daňovém ráji“ s cílem dosažení vyššího čistého zisku podstatně nižším zdaněním jeho zisku před zdaněním a tím dosažení jeho maximalizace nebo optimalizace – zná i české podnikatelské prostředí a české daňové orgány. Český stát z toho důvodu také ví, jaké mnohamiliardové částky mu daňově unikají, právě díky existenci takových míst jinde ve světě.

Spolková republika Německo

V Německu je příjem fyzických osob z investic standardně zdaňován 25 % srážkovou daní. Daň strhne a zaplatí plátce příjmu a fyzická osoba, tedy příjemce, již dále nic neplatí. Tato sazba může být navýšena o solidární příspěvek a církevní daň. Výjimka platí pro příjem z prodeje cenných papírů, pokud tyto cenné papíry byly nabyty před 1. lednem 2009. Jinak je upravena stejně, jako v Rakousku, viz níže.

Rakousko

Daň z výnosu kapitálu je odváděna z následujících tuzemských výnosů:

- dividendy,
- úroky z akcií,
- podíly u společnosti s ručením omezeným,
- příjmy z účastnictví na podnikání jako tichý společník,
- výnosy z vkladů u bank a finančních institucí,
- ostatní.

Daň je sražena rovnou těm, kdo vyplácí stanovenou finanční odměnu za poskytnutí kapitálu, a odvedena příslušnému finančnímu úřadu. Odpadá tudíž vyplnění daňového formuláře, protože to za poplatníka učiní banka, firma či jiná instituce. Daňová sazba činí u výnosu z kapitálu 25 %.

Zisky kapitálových společností, které se použijí k investování do společnosti, podléhají zdanění ve výši 34 %. Pokud je ovšem zisk kapitálové společnosti rozdělen mezi podílníky, podléhá ještě zdanění z kapitálového výnosu (v tomto případě činí celkové zdanění 50,5 %).

Kypr

Proč je v této práci zmiňován zrovna Kypr? Je to jeden z posledních daňových rájů v rámci EU. Historicky se Kypr řadil mezi offshorové jurisdikce s velmi mírným zdaněním. Před vstupem do EU však musel novelizovat svůj daňový systém tak, aby zcela vyhověl všem požadavkům EU i OECD, které se bály nekalé daňové konkurence. Kypr sice přišel o statut offshorových mezinárodních společností (IBCs – International Business Companies) a minimální zdanění 4,5 %, ale jako daňově výhodná jurisdikce rozhodně neskončil.

Daňové zatížení na Kypru:

- Zisk ke zdanění podléhá lineární sazbě 10 %, která je absolutně nejnižší sazbou v EU.
- Kypr těží ze svého členství v EU a z přístupu k výhodám (osvobození od srážkových daní), jež poskytují směrnice EU Parent-Subsidiary Directive (pro dividendy – matka musí držet min. 15% podíl, od 1. 1. 2009 jen 10%) a EU-Interest and Royalty Directive (pro úroky a licenční poplatky). Tyto směrnice při splnění podmínek osvobozují od srážkových daní finanční

toky mezi společnostmi rezidentními v EU. Využít lze i početnou síť Smluv o zamezení dvojího zdanění, kterých má Kypr uzavřených několik desítek a jež uvalované srážkové daně většinou významně snižují.

- Ztráta společnosti může být započtena oproti ziskům v následujících letech, a to i oproti zisku společností ve skupině.
- Zdanění příjmů z prodeje cenných papírů a podílů ve společnostech je následující:
- Kyperská společnost neplatí žádnou daň z prodeje cenných papírů, ať už se jedná o akcie obchodované na burze, nebo nakoupené jinou cestou. Osvobozeny jsou i prodeje podílů v dceřiných společnostech.
- Není stanovena ani žádná minimální doba držby pro osvobození. Je tedy možné dnes nakoupit a zítra prodat s nulovým zdaněním.
- Na příjem kyperské společnosti z prodeje podílů a akcií se nevztahuje srážková ani zajišťovací daň. V praxi tedy lze založit kyperskou společnost, otevřít účet u brokera a realizovat obchody s akciemi osvobozené od zdanění.

Dividendy jsou od zdanění zcela osvobozeny, což zjednodušuje jinak značně složitý administrativní postup při platbě daní z dividend:

Dividendy vyplácené na Kypr od dceřiné společnosti z EU (zdanění dividend v místě zdroje) jsou od srážkových daní zcela osvobozeny (za podmínek stanovených směrnicí EU, viz níže). V případě dcer mimo EU záleží na konkrétní Smlouvě o zamezení dvojího zdanění (SZDZ).

Jak toho využít pro české investory? Jednoduše: Vytvořit efektivní holdingovou strukturou. Kyperská společnost fungující jako mateřská v tomto případě českému (ale také slovenskému, polskému, atd.) podnikateli zajistí (AKONTinfo, 2008):

- 0% daň z prodeje obchodovaných cenných papírů a z prodeje podílů v dcerách,
- 0% daň z příjmu z dividend,
- nízkou plochou sazbou daně z příjmů ve výši 10 %,
- 0% srážkovou daň při vyplácení dividend na Kypr od dcer z EU za podmínek dle směrnice (viz odstavec výše), jinak vyplácení dividend od dcer mimo EU dle konkrétní Smlouvy o zamezení dvojího zdanění,
- 0% srážkovou daň při platbě dividend z Kypru nerezidentním akcionářům,
- investice kyperské společnosti se mohou financovat úvěry místo kapitálem a mohou být chráněny smlouvami o ochraně investic,
- fúze, akvizice a jiné reorganizace mohou být prováděny bez zatížení daněmi.

Česká republika

Na základě výše uvedené analýzy daňových sazeb v některých státech EU je možné shrnout závěry pro daňové rezidenty v ČR následovně:

Zdanění výnosů z cenných papírů se dělí do několika režimů podle druhu příjmů, plynoucích investorovi z držení CP a podle právního postavení samotného investora.

1. Fyzické osoby – nepodnikatelé

- a) Zisk/ztráta plynoucí z rozdílu mezi nákupní a prodejní cenou CP (obchody s CP).

Zisk plynoucí z rozdílu mezi nákupní a prodejní cenou CP je součástí dílčího základu daně podle § 10 zákona č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů (ZDP). Podle tohoto paragrafu lze proti příjmům z prodeje CP uplatnit jako náklad nabývací cenu CP, dále pak výdaje související s uskutečněním prodeje a platby za obchodování na trhu s cennými papíry při pořízení CP (např. poplatky obchodníka a burzy). Výdaje, které převyšují příjmy v daném zdaňovacím období, mohou být uplatněny pouze do výše příjmů. Případnou ztrátu nelze zohlednit při celkovém výpočtu daně, ale lze ji zohlednit u zisků, které jsou dosaženy při obchodování s ostatními CP (Syrový & Tyl, 2014).

Příjmy z prodeje investičních cenných papírů (např. akcie, certifikáty, dluhopisy) u fyzických osob, jejichž celkový přímý podíl na základním kapitálu a hlasovacích právech emitenta nepřevyšoval v době 24 měsíců před prodejem cenných papírů 5 %, jsou osvobozeny od daně z příjmů, pokud mezi nabytím a prodejem dluhopisů uplyne doba alespoň tří let.

Nepřekročí-li úhrnné realizované příjmy (nikoliv pouze zisk) fyzické osoby z prodeje cenných papírů ve zdaňovacím období 100 000 Kč, jsou tyto příjmy od daně z příjmu fyzických osob osvobozeny.

- b) Úroky a jiné výnosy z úvěrů a poskytnutých půjček, výnosy z dluhopisů.

Veškeré příjmy z kapitálového majetku jsou součástí dílčího základu daně podle § 8 ZDP. Zvláštní skupinu příjmu pak tvoří dividendy (podíly na zisku).

- c) Dividendy.

U fyzických osob-nepodnikatelů jsou dividendy zdaňovány zvláštní sazbou daně podle § 36 ZDP. Tato sazba v současnosti činí 15 % z celkového dividendového příjmu. Tuto daň neodvádí investor, ale sráží ji subjekt, který dividendu vyplácí. Pokud je uplatněna zvláštní sazba daně, neuvádí se již v daňovém přiznání. Jiný způsobem se postupuje u příjmu dividendy ze zahraničí, kdy je nutné příjem uvést a zdanit podle § 8 ZDP a sraženou daň na základě potvrzení započítat na výslednou daňovou povinnost za předpokladu, že to umožňují smlouvy o zamezení dvojího zdanění s daným státem.

2. Fyzické osoby-podnikatelé

- a) Zisk/ztráta plynoucí z rozdílu mezi nákupní a prodejní cenou CP (obchody s CP)

Pokud fyzické osoby-podnikatelé nakupují a prodávají CP z prostředků živnosti a CP jsou součástí obchodního majetku, pak zisk, popř. ztráta je součástí dílčího základu daně podle § 7 ZDP. V takovém případě nelze uplatnit časový daňový test 3 roky. Případnou ztrátu lze zohlednit při celkovém výpočtu daně.

- b) Dividendy, úroky a jiné výnosy z úvěrů a poskytnutých půjček, výnosy z dluhopisů

Všechny tyto příjmy, pokud plynou z prostředků vložených do podnikání, jsou součástí rozdílu mezi příjmy a výdaji v podnikání a tvoří součást daňového základu podle § 7 ZDP.

- c) Dividendy

U fyzických osob-podnikatelů jsou dividendy zdaňovány zvláštní sazbou daně podle § 36 ZDP. Tato sazba v současnosti činí 15 % z celkového dividendového příjmu. Tuto daň neodvádí investor, ale sráží ji subjekt, který dividendu vyplácí. Tyto příjmy jsou vyloučeny ze základu daně podle § 7 ZDP v daňovém priznání (Cyrrus, 2015). Dividendy přijaté ze zahraničí podléhají většinou rovněž srážce u zdroje, ale jejich příjemce je musí zdanit ve svém daňovém priznání podávaném v ČR. Má-li ČR uzavřenu se zemí emitenta cenného papíru mezinárodní smlouvu o zamezení dvojího zdanění, může si poplatník daň sraženou v zahraničí započítat proti své daňové povinnosti v ČR.

Zdanění příjmů fyzické osoby-nepodnikatele z prodeje cenných papírů se řídí ustanovením § 10 ZDP (Ostatní příjmy), podle něhož poplatník zdaňuje rozdíl mezi příjmy z prodeje cenných papírů a přímo souvisejícími výdaji. Za přímo související výdaje se považuje zejména kupní cena příslušných cenných papírů a poplatky hrazené zprostředkovateli nákupní a prodejní transakce. Z toho plyne, že fyzická osoba – nepodnikatel odvádí daň pouze z celkového realizovaného zisku z prodeje cenných papírů, neboť ztrátu z jedné transakce může uplatnit ke snížení zisku z jiné transakce (Patria, 2014).

1.4.3 Daňová rezidence

Daňový rezident má neomezenou daňovou povinnost. Začneme-li se zabývat daňovými povinnostmi v oblasti zdaňování zahraničních cenných papírů, musíme začít s rozdělením poplatníků k dani z příjmů na daňové rezidenty a daňové nerezidenty.

Zatímco daňový rezident (daňový tuzemec) má v ČR takzvanou neomezenou daňovou povinnost, daňový nerezident (daňový cizozemec) má v ČR omezenou. Omezená daňová povinnost se vztahuje pouze na vybrané příjmy uvedené v § 22 zákona o daních z příjmů. Drtivá většina obyvatel České republiky bude s největší pravděpodobností daňovým rezidentem ČR, a proto se budu detailněji věnovat právě jim.

Neomezená daňová povinnost u daňových rezidentů znamená, že podléhají v ČR zdanění všemi svými příjmy – tuzemskými i zahraničními. V případě fyzických osob je daňovým tuzemcem osoba, která má na území České republiky bydliště anebo se na území České republiky v průběhu kalendářního roku zdržuje déle než 183 dnů.

V určitých případech se konkrétní poplatník může dostat do situace, kdy si není jist svým daňovým rezidentstvím, anebo může nabývat dojmu, že je rezidentem ve dvou státech. V takovém případě má možnost požádat finanční úřad, aby mu jeho daňový domicil potvrdil a vydal písemné stanovisko. Další variantou při určení daňové příslušnosti je nahlédnutí do smluv o zamezení dvojího zdanění, které by měly při pochybnosti daňového domicilu mezi dvěma státy rozhodnout.

Hlavním smyslem smluv o zamezení dvojího zdanění je zabránit, aby jeden příjem nebyl zdaněn ve dvou státech, a tedy dvakrát. Na druhou stranu smyslem těchto smluv je také zajištění zdanění právě v jednom státě. Smlouvy se tedy zabývají konkrétními případy příjmů a vymezují, kde má být příjem zdaněn.

Příjmy z prodeje zahraničních cenných papírů bude rezident zdaňovat doma, v tomto případě podle českých daňových zákonů a pravidel. Znovu připomínám, že se zde zabýváme pouze zdaňováním příjmů z prodeje akcií, podílů či podílových listů. Zde platí zásada (případná úprava bývá ve článku 13 smluv o zamezení dvojího zdanění), že příjmy z takových prodejů jsou zdaňovány v zemi daňového rezidenta – investora. Koupí-li si český občan například akcie francouzského podniku a prodá je, příjem z jejich prodeje podléhá zdanění v ČR a aplikuje se její legislativa.

Podobně to funguje například i u podílových listů investičních společností, které sídlí v zahraničí a jejichž listy si nakoupil český daňový rezident. Podílové listy nakoupíme za kurz v den připsání peněz na příslušný účet a v případě zpětného odkupu se aplikuje kurz dle podepsání objednávky ke zpětnému odkupu. Výsledkem je v lepším případě zisk, který musíme daňově testovat dle platné legislativy. Dojde-li v příslušném zdaňovacím období skutečně k prodeji zahraničního cenného papíru nebo podílu na zahraniční společnosti, měli bychom testovat lhůtu šesti měsíců mezi nákupem a prodejem a od 1. 1. 2014 lhůtu 3 let.

V případě splnění tohoto časového testu je příjem od daně z příjmů osvobozen, zatímco v případě nesplnění se zdaňuje v § 10 – Ostatní příjmy.

Drobným investorům, kteří obchodují i se zahraničními cennými papíry a dosáhnou z jejich prodeje zisku, který jsou povinni zdanit, doporučuji k přepočtu zahraniční měny na měnu domácí použít jednotný kurs vyhlášený ČNB v polovině ledna.

Pokud se smlouva o zamezení dvojího zdanění cenných papírů nevěnuje, je obvyklou praxí, že daňoví tuzemci ČR zdaňují příjmy z prodeje zahraničních cenných papírů v České republice. Poplatníkům ani nevzniká žádná administrativní povinnost v zemi původu těchto cenných papírů. Moje praktická zkušenost s investováním do evropských a amerických akcií mi potvrdila, že žádná daň nebo srážka v těchto zemích neexistuje. Povinnosti z takových investic máme tedy pouze v České republice.

Smlouva o zamezení dvojího zdanění mezi Francií a ČR totiž říká, že týká-li se investice příjmů spojených s nemovitostmi, zdanění příjmů se musí uskutečnit v zemi, kde se nemovitost nachází. Přestože jde o zprostředkovaný příjem z nemovitosti (prostřednictvím podílu na společnosti), měl by se příjem zdaňovat ve Francii. I takové zajímavosti se ve smlouvách o zamezení dvojího zdanění nacházejí.

Závěrem lze konstatovat, že zkušený investor se bez cizoměnových a zahraničních finančních investic neobejde. Příjmy z takových prodejů by měl zdaňovat v České republice, avšak zároveň by se měl v takovém případě také seznámit s obsahem konkrétních smluv o zamezení dvojího zdanění se zemí, do jehož cenných papírů investuje.

1.5 Rekapitulace a výhled do budoucna

Daňové zatížení krajin EU, ale i výška a počet daňových sazeb v případě přímých daní poukazují na velmi výrazné rozdíly. Specifika a odlišnosti ve vývoji každé země se promítly i do větších či menších rozdílů v jejich systémech. Je to přirozené, protože každý stát je postavený na mnohokrát rozdílných společenských, ekonomických, sociálních či politických principech, každá společnost uznává různé hodnoty a tradice a vývoj daní, daňových systémů je těmito faktory nevyhnutelně podmíněný. Významný pokrok v procesu přizpůsobení se, resp. zesouladění dosáhly mnohé z členských krajin Evropské unie v oblastech, jako je vzájemná výměna daňových informací, zamezení dvojího zdanění, případně boj proti tzv. daňovým rájům. Diskuse o harmonizaci přímých daní probíhá v Evropských společenstvích už takřka od jejich vzniku. Velmi úzce souvisí s cílem vytvořit jednotný trh. Hlavní úlohou je dát do souladu konstrukci daní a daňových základů v členských státech. Takový záměr je však brzděný snahou některých členů Evropské Unie zachovat si tento nástroj fiskální politiky (a příjmy z něho plynoucí ve prospěch státního rozpočtu takové členské země) ve svých rukách.

1.5.1 Výhled do budoucna

Aktuální nastavení ošetření příjmů z finančních investic fyzických osob by v blízké budoucnosti mělo zůstat nezměněné, protože prozatím nebyly představeny žádné plánované změny. Nestálost legislativního rámce je žel značně problematická pro všechny zúčastněné, především pak pro finanční investory. Pokud někdo nyní investuje do určitého finančního záměru v aktuálních podmínkách, může se mu snadno stát, že v dalších letech se pro něho tato investice stane nevýhodnou z důvodů změn daňových a jiných zákonů (Skalická, 2010).

2. CÍLE, VĚDECKÉ OTÁZKY A HYPOTÉZY DISERTAČNÍ PRÁCE

Hlavním cílem disertační práce bude tvorba metodiky optimálního výběru portfolia s ohledem na novou platnou daňovou legislativu především z pohledu prodloužení časového testu. To poslouží ke srovnání výnosnosti portfolia podle starého původního časového testu a podle nového prodlouženého časového testu. Z následné analýzy vyplyne závěr, jakým způsobem bude investor postupovat při optimalizaci svého investičního portfolia.

Druhým cílem disertační práce je optimalizace portfolia vytvořením resp. za použití tzv. „dividendového štítu“. Dochází k tomu, že po nákupu akcie před dividendou a následném prodeji po poklesu o dividendu investor vytváří dividendový štít, který mu optimalizuje zisk kompenzací z vytvořené ztráty při prodeji před a po dividendě.

Na základě kritické analýzy zkoumaných informačních zdrojů a vlastních odborných znalostí z dané problematiky byly vymezeny tyto výzkumné otázky:

- **VO1: Jakým způsobem ovlivňuje použití metody dividendového štítu a metodika oceňování akcií optimalizaci výnosů finančního investora?**
- **VO2: Je chování investorů v procesu optimalizace výnosů racionální?**

Na základě stanovených vědeckých otázek a hlavních cílů disertační práce byly definovány tyto hypotézy:

- H1: Využitím metody dividendového štítu dochází u definovaného portfolia cenných papírů k úspoře na daních a zisku při prodeji před a po dividendě ve výši minimálně 60 %.
- H2: Odlišná metodika oceňování akcií přináší pokles základu daně o minimálně 30 %.
- H3: Chování investorů není ekonomicky racionální. Při svém investičním rozhodování optimalizaci kapitálových výnosu neřeší minimálně 50 % respondentů a výši dividend a výnos z dividend akciové společnosti nijak nezohledňuje minimálně 60 % respondentů.

3. METODY A POSTUP ZPRACOVÁNÍ DISERTAČNÍ PRÁCE

Prvním krokem v procesu zpracování této disertační práce bylo uskutečnění literárních rešerší. V tomto kontextu bylo analyzováno více než 50 aktuálních zahraničních a tuzemských vědeckých článků a publikací. Je nutno ovšem poznamenat, že se jednalo o kvantitativní výběr portfolia a jeho optimalizaci neboť optimalizace již vytvořených zisků z kapitálových výnosů je zpracováváno jen okrajově

V rámci vypracování disertační práce bylo využíváno metody a techniky kvalitativního a kvantitativního výzkumu.

Implementace *kvalitativních metod* výzkumu umožňuje definovat základní (podstatné) determinanty systémů, procesů a přístupů ke zkoumané problematice, kterou je optimalizace kapitálových výnosů za použití daňové optimalizace.

Kvantitativní metody výzkumu umožňují změřit a exaktně porovnat proces a jeho výsledky s podobnými procesy a výsledky. Tyto metody jsem využil v empirické části své práce, kde jsem představil konkrétní modely optimálnějšího investování, včetně charakteristiky jejich konstrukce, parametrů, které musí splňovat, analýz těchto parametrů na reálných datech a výsledná syntézy v podobě závěrečných poznatků.

Zároveň byly používány v disertační práci metody empirické a metody logické.

Empirické metody jsou založené na zkoumání objektivně existující reality v reálném světě, který je charakteristický bohatým spektrem barev, příčin, souvislostí a důsledků. Tyto metody umožňují zjistit konkrétní a jedinečné vlastnosti systému a porovnat je s jinými konkrétními a jedinečnými vlastnostmi jiného systému. V disertační práci jsou uvedeny výsledky vlastních výzkumů v oblasti racionálního chování investorů.

V disertační práci bylo využíváno logických metod, které jsou založené na využívání principů logiky a logického myšlení.

Disertační práce využívá logické párové metody abstrakce – konkretizace; analýza – syntéza; indukce – dedukce.

Abstrakce představuje myšlenkový postup, v rámci kterého autor zkoumá podstatné, všeobecné znaky objektu, což umožňuje vyčlenit charakteristické znaky, rysy a souvislosti a abstrahovat od nepodstatných znaků systému, procesu, informace a podobně. Tato metoda byla využívána při definování vědeckých otázek, cílů a hypotéz disertační práce. Na základě kritické rešerše aktuálního stavu v oblasti investičního rozhodování byla definována vlastní oblast výzkumu.

Koncretizace představuje opačný logický postup, v rámci kterého jsou zkoumanému objektu přiřazené všeobecně známé znaky podobných systémů.

Analýza představuje proces myšlenkového rozdělení zkoumaného jevu, předmětu nebo procesu na jednotlivé části. Představuje postup od celku k jeho jednotlivým částím, který umožňuje poznat charakteristické a podstatné vlastnosti

procesů, jevů a informací. Analytické metody byly využívány v procesu tvorby vlastních modelů, na kterých jsem testoval platnost definovaných hypotéz.

Syntéza představuje logickou metodu výzkumníka, v rámci které se při výzkumu postupuje od jednotlivých částí k celku, to znamená, že se postupně skládá celek z jednotlivých jeho částí, zkoumají se nové vlastnosti rostoucího celku a odhalují nové souvislosti. Tuto metodu jsem intenzivně využil v závěrečných částech výzkumu, kde jsem na základě získaných výsledků formuloval závěry k problematice optimalizace kapitálových výnosů z daňového pohledu.

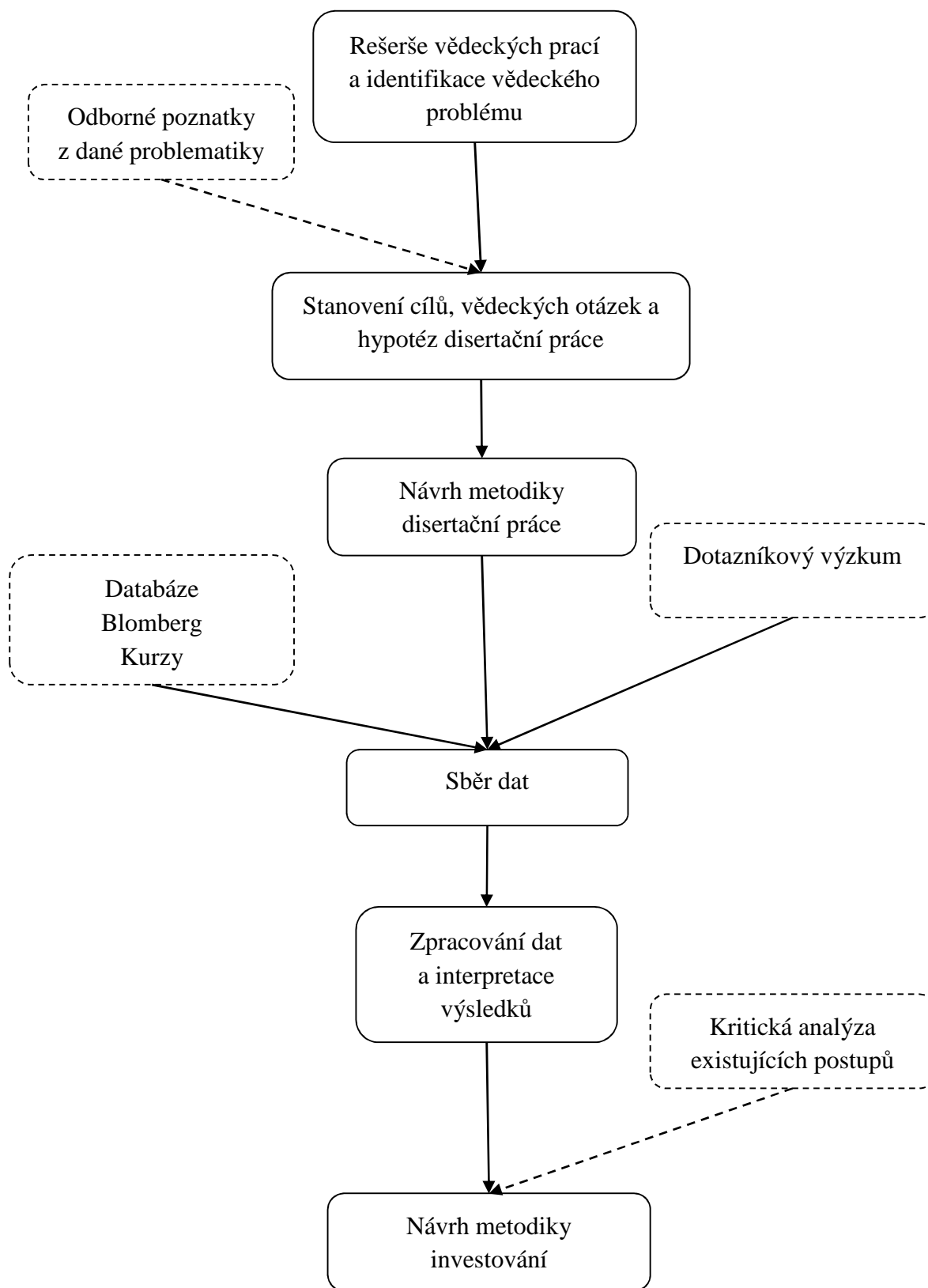
Indukce představuje metodu, v rámci které je definován všeobecný závěr na základě parciálních poznatků, to znamená, že zabezpečuje přechod od jednotlivých závěrů ve všeobecný závěr.

Dedukce představuje opačný logický postup výzkumníka, když dochází k vyvozování závěrů od všeobecné roviny ke konkrétnostem. Při výzkumu se vychází ze známých, ověřených a všeobecně platných závěrů a tyto jsou aplikovány na nově zkoumané případy.

V rámci disertační práce byly postupně využity všechny definované metody výzkumu ve vzájemné kombinaci, při zachování vyváženého přístupu k jejich použití, bez jednostranné preference konkrétní metody, protože takový přístup by mohl znamenat výrazné zkreslení výsledků.

Údaje získané prostřednictvím kvantitativního výzkumu jsou vyhodnocené s využitím nástrojů popisné statistiky. V rámci instrumentů popisné statistiky se využívají procenta, průměrné hodnoty a další relevantní ukazatele.

Zpracování disertační práce je rozděleno do více fází. Fáze zpracování disertační práce jsou graficky znázorněné na Obrázku č. 1.



Obrázek 3.1 Postup vypracování disertační práce

4. VÝSLEDKY DISERTAČNÍ PRÁCE

4.1 Tvorba modelů a jejich analýzy

Předmětem zkoumání optimalizace výnosu byla tvorba modelů:

- charakteristiky jejich konstrukce,
- parametrů, které musí splňovat,
- analýz těchto parametrů na reálných datech,
- výsledná syntézy v podobě závěrečných poznatků,
- výstupem bude metodologie optimalizace kapitálového výnosu modelového portfolia využitím metody dividendového štítu.

4.2 Modelové portfolio a jeho parametry

Na základě teorie uvedené v předchozích kapitolách a vycházející z různých úrovní zdanění jsem vypracoval několik modelů využití platných českých právních předpisů týkajících se zdaňování výnosů z kapitálových příjmů prostřednictvím metody vytvoření dividendového štítu. Cílem je dokázat reálnou možnost optimalizace příjmu již dosaženého výnosu z prodeje CP.

Při stanovování optimálního výběru konstrukce takového portfolio je nutné zohlednit:

- výběr samotných titulů,
- časový rámec (time frame) pro držení jednotlivých pozic,
- odhadovat dlouhodobé trendy pomocí technické a fundamentální analýzy.

Následně je nutné vybrat akcie do modelového portfolio, splňující zadaná kritéria.

Vybrané akcie musí splňovat tyto níže uvedené předpoklady:

1. Adekvátní velikost (tj. nakupovat velké a prominentní společnosti s dostatečně silnou pozicí na trhu.).
2. Silné finanční zázemí (vysoká likvidita společnosti).
3. Výplata dividend alespoň 20 let.
4. Ani jeden ztrátový rok za posledních 10 let.
5. Růst zisku na akcii za 10 let alespoň o 1/3 (cca 3 % ročně).
6. Cena akcie by neměla být vyšší než 1,5 násobek čisté hodnoty aktiv (účetní hodnoty) akcie, tzn. zjednodušeně aktiva – závazky = účetní hodnota) – P/B.
7. Cena by neměla být vyšší než 15x průměrný zisk za poslední 3 roky (ukazatel P/E nižší než 15).

Graham (2007) u posledních dvou pravidel povoloval výjimku: Jak P/E, tak P/B mohly být vyšší než uvedené hodnoty, ale jejich součin nesměl být vyšší než 22,5 (1,5×15).

Vzorec pro výpočet vnitřní hodnoty akcie a její výpočet na příkladu pro akcii ČEZ:

$$V_* = \frac{EPS \times (8.5 + 2g) \times 4.4}{Y}$$

kde:

V: Vnitřní hodnota.

EPS: Zisk společnosti za posledních 12 měsíců.

8.5: Konstanta reprezentující ideální P/E pro nerůstovou akcii.

g: Předpokládaný dlouhodobý (alespoň 5letý) růst zisku společnosti.

4.4: Průměrný výnos dobře hodnoceného korporátního dluhopisu v roce 1962 – (kdy Graham tuhle rovnici představoval).

Y: Současný výnos korporátního AAA dluhopisu.

Krátký příklad výpočtu pro společnost ČEZ je následující:

Budeme počítat pouze s 5 % růstem zisku do budoucna a na dluhopisy použijeme údaje z Yahoo pro desetileté korporátní bondy – místo 4,4 dosadíme bond s ratingem A místo Y bond s ratingem AAA

$$V = (77,56 \times (8,5 + 2 \times 0,05) \times 3,84) / 3,41$$

$$V = 751 \text{ Kč}$$

Vnitřní hodnota akcie ČEZu 751 Kč, což by znamenalo cca 250 korunový růstový potenciál, a tím pro investora příští zisk cca 50 % + k tomu ještě příjem z titulu vyplacené dividendy¹¹. Rozhodně by se do této akcie vyplatilo investovat na delší období. Kolik bude činit čistý výnos, závisí od délky držení akcie a výše zdanění výnosu, pokud by byla akcie prodána před vypršením časového testu. Tomu bude podrobena analýza v modelových portfoliích a následně vyhodnocena efektivita jednotlivých postupů u dalších analyzovaných akcií.

Výše uvedené podmínky pro tvorbu silně potenciálně růstového portfolia splňovaly na konci roku 2013 pouze 3 firmy ze všech, které jsou kótovány na pražské burze cenných papírů. Jednalo se o akcie následujících 3 firem:

1. ČEZ. a. s.
2. Philip Morris, a. s.
3. Komerční banka, a.s.

Vybrat správné finanční modelové portfolio je mimořádně důležité v současné době poklesu korelace na akciovém trhu v souladu s celým trhem. Na přiloženém grafu je znázorněn tzv. stock pickers market. Pokud je klesající tendence, význam zvoleného portfolia stoupá.

¹¹ V té době se úrok na běžných bankovních účtech u všech českých bank pohyboval na hodnotě 0 v důsledku měnové politiky ČNB, která stanovila základní úrokovou výpožiční sazbu na 0,05 % p.a. Přitom v ČR je stále velké množství lidí, kteří své úspory drží na právě takto extrémně nízké úročených vkladových účtech... ČEZ vyplácel dividendu na úrovni 40 – 50 Kč za posledních 5 let, čímž v posledním roce dividendu představovala pro finančního investora roční výnos na úrovni cca 8 %.

Figure 1. SPX Average implied correlation



Source: Bloomberg as of November 15, 2013.

CBOE SPX Implied Correlation Index measures the expected average correlation of price returns of S&P 500 Index Components, implied through SPX option prices and prices of single-stock options on the 50 largest components of SPX. Less liquidity, but "patient" strategies outperform over time.

Graf 4.1 SPX Average implied correlation

Na základě vlastní analýzy jsem vybral modelové portfolio tvořené z nejlividnějších titulů pražské burzy a podrobil ho analyzování a testování v rámci využití modelu investování. Pro účely výzkumu dané problematiky jsem vytvořil 2 modely ze stejných 3 výše vybraných akcií a podrobil je následnému analyzování a testování:

1. **Model** bude testování bez ohledu na daňové zatížení. Vybrané akcie investor drží alternativně jednou období kratší 3 let a v druhém případě období delší 3 let. V průběhu zvoleného časového období bude akcie nakupovat a prodávat dle aktuálního vývoje na burze a na konci každého roku zdaňovat.
2. **Model**, v němž investor bude prodávat akcie až po uplynutí časového testu 3 let, resp. dle platného metodického pokynu ministerstva financí tak, aby byla splněna lhůta 3 let, tedy osvobození dosaženého zisku od zdanění.

Následuje nejdříve krátká a poté v následujících subkapitolách podrobnější charakteristika hlavních ekonomických parametrů jednotlivých vybraných akcií pro rozhodování finančního investora, a to jednak podle fundamentální analýzy a také grafické znázornění průběhu cenového vývoje dotyčných akciových titulů podle technické analýzy.

4.3 Výběr dividendových akcií.

V zájmu co nejvyšší efektivity jsem podrobil akcie obchodované na BCPP analýze vývoje jejich cen za poslední 3 roky a následně jejich úroveň před a po výplatě dividendy. Na základě této analýzy byly vybrány 3 akciové tituly vhodné na vytvoření dividendového štítu pro účely tohoto výzkumu. Je nutné uvést, že každý investor si může zvolit výběr libovolné akcie dle své vlastní analýzy. Popsaná metoda a uvedené modely slouží jen jako návod optimalizace výběru portfolia a analýza akciových titulů jako vhodná pomůcka při investičním rozhodování.

Které dividendové tituly budou vhodné při využití metody dividendového štítu? K tomuto účelu – zjištění odpovědi na tuto kardinální otázku – provedu analýzu všech akcií hlavního trhu pražské burzy cenných papírů. Předmětem dalšího zkoumání pak budou pouze ty vybrané akcie na BCPP, které vyplácely v daném období dividendu v každém roce v období let 2012 – 2014 (do začátku psaní této disertační práce, zpětně za předchozí 3 roky). Jedná se o následné akcie a jejich dividendy:

Tabulka 4.1 Dividendy akcií obchodovaných na BCPP – dividendy za rok 2012

Název společnosti	Dividenda	Nárok
O2 CR (Telefónica CR)	18,00 CZK	25. 06. 2012
Fortuna	0,22 EUR	06. 06. 2012
ČEZ	40,00 CZK	27. 06. 2012
Philip Morris ČR *	880,00 CZK	25. 04. 2012
VIG	1,30 EUR	06. 06. 2012
Erste Group	0,20 EUR	21. 05. 2012
Komerční banka	230,00 CZK	30. 04. 2012

Tabulka 4.2 Dividendy za rok 2013

Název společnosti	Dividenda	Nárok
O2 Telefónica CR *	30,00 CZK	22. 04. 2013
Fortuna	0,67 EUR	28. 05. 2013
ČEZ	40,00 CZK	19. 06. 2013
Philip Morris ČR	900,00 CZK	26. 04. 2013
VIG	1,20 EUR	03. 05. 2013
Erste Bank	0,40 EUR	16. 05. 2013
Komerční banka	230,00 CZK	24. 04. 2013

Tabulka 4.3 Dividendy za rok 2014

Název společnosti	Dividenda	Nárok
O2 Telefonica ČR	13,00 CZK	28. 04. 2015
Fortuna	0,00 EUR	n/a
ČEZ **	40,00 CZK	n/a
Philip Morris ČR	880,00 CZK	30. 04. 2015
VIG ***	1,40 EUR	29. 05. 2015
Pegas	1,15 EUR	15. 06. 2015
Komerční banka	310,00 CZK	23. 04. 2015

* návrh

Zdroj: vlastní zpracování

Pozn.: Kurz 1 euro = 27,40 Kč, e = euro (v tabulce)

Komentář:

Na základě analýzy uvedených dat vybírám pro tvorbu nového modelu portfolia tyto tituly: Komerční banka a Philip Morris

Z údajů je jednoznačné, že se jedná o dividendové tituly, které každoročně vyplácejí dividendu. U akcií Erste Bank nebo Unipetrolu je vyplacení dividendy nepravidelné. U akcie Fortuny bylo pro změnu vyplacení dividendy od r. 2015 podrobena prudké změně /tj. silnému poklesu její výše/ v souvislosti se snahou majoritního vlastníka ponechat 80 % zisku ve společnosti, a tak z dividendového pohledu není tato akcie atraktivní a použitelná do nadefinovaného modelu (nevyplacení dividendy v některém roce nebo v několika letech). U dalších titulů vychází, že tyto nesplňují předem zadaná podstatná kritéria pro jejich zařazení do modelového portfolia především z pohledu jejich velice nízké likvidity na trhu a proto tyto akcie nebyly vybrány do dalšího testování.

Z uvedené analýzy tedy vyplývá, že nejvýhodnějšími dividendovými tituly pro model „Dividendový štít“ jsou jenom 2 tituly, a to akcie Komerční banky a akcie Philip Morris. Proto v další části v modelovém portfoliu za užití vytvoření dividendového štítu budu používat a analyzovat pouze tyto 2 akcie. A optimalizovat výnos finančního investora prostřednictvím tvorby dividendového štítu.

Strategie spočívá v nákupu akcie před rozhodným dnem a prodeji následně po snížení ceny aktiva již bez nároku na dividendu.

Kdy použít metodu dividendového štítu? Vždy tehdy, pokud musíme optimalizovat zisky z kapitálových výnosů. A jak je tomu v ČR?

Dle platné legislativy příjem dividendy v ČR je osvobozen od zdanění, neboť dividendy jsou vypláceny investorům již po zdanění.

Finanční investor, který hodlá v budoucnu efektivně použít zde uvedené strategie tvorby vhodného portfolia cenných papírů, musí použít následující postup:

- a) Modelování, testování a tvorba metodiky tzv. Dividendového štítu
Předpokladem je již vytvořený zisk z kapitálového výnosu ve výši 1 milion korun. Metoda optimalizace kapitálových výnosů prostřednictvím dividendového štítu tedy nevytváří zisk optimální tvorbou portfolia, ale již vytvořený zisk optimalizuje také s ohledem na novou platnou legislativu. Vzhledem k tomu, že cílem disertační práce je vytvoření metodiky – tedy jak postupovat při optimalizaci tvorby investičního portfolia – bude tato metodika platná pro jakýkoliv výběr akcií do portfolia (jistě, dle daných v modelových portfoliích determinovaných kritérii výběru tohoto portfolia).
- b) Vytvořil jsem dva modely použití dividendového štítu.
Model I používá k optimalizaci nákup a prodej vybraných titulů tak aby kapitálový výnos a tedy daňový základ byl snížen ztrátou při prodeji akcií nakoupených před a prodaných po rozhodném dnu na dividendu a tato dividendy zcela zůstávají investorovi a není již předmětem dalšího zdanění, neboť je zdaňovaná tzv. „u zdroje“ (tj. emitentem).

Model 2 využívá splnění podmínky časového testu dle nové platné legislativy kde investor dosahuje kapitálový výnos po 3 letech který je již osvobozen od zdanění.

Modelový příklad optimalizace portfolia prostřednictvím využití dividendového štítu.

Jeho východiskové podmínky jsou následující: Uvažuji o vytvoření zisku z kapitálového výnosu ve výši 1 milion CZK a potřebě jeho daňové optimalizace.

Model I

Test byl proveden zpětně /časově/ na akcích PM a KB.

Tabulka 4.4 Model I. – rok 2012

Název akcie	Nákup	Počet kusů	Prodej po dividendě	Daň. ztráta	Dividend a	Dividenda celkem	Zisk
PM	11660	500	10900	380000	748*500	374000	-6000
KB	3615	1000	3410	205000	196*1000	196000	-4000

Zdroj: <http://www.kurzy.cz>

Z uvedeného příkladu vyplývá, že kromě daňové úspory 450 000 CZK investor dosáhl ještě ztráty po prodeji ve výši 10 000 korun.

A jak interpretovat údaje z Tab. č. 4 a za rok 2012?

- Celkový kapitálový výnos 1 milion při současném zdanění 150 000 CZK daň.
- Metoda dividendového štítu sníží zisk na 550 000 CZK, daň 82 500 CZK.
- Úspora 67 500 CZK Po započtení ztráty 57 500 CZK.

Tabulka 4.5 Model I. – rok 2013

Název akcie	Nákup	Počet kusů	Prodej po dividendě	Daň. ztráta	Dividenda	Dividenda celkem	Zisk
PM	11651	500	10860	395500	765	382500	-13000
KB	3766	1000	3580	186000	196	196000	+10000
SUMA				581500			

Zdroj: Vlastní zpracování

Z uvedeného vyplývá, že kromě daňové úspory 581 500 CZK investor dosáhl ztráty 3000 CZK. Interpretace údajů v Tab. č. 4b pro rok 2013 je následující:

- Celkový kapitálový výnos 1 milion při současném zdanění 150 000 CZK daň.
- Metoda dividendového štítu sníží zisk před zdaněním na 418 500 CZK, daň tom případě klesne na 62 775 CZK.
- Úspora 87 225 CZK. Po započtení ztráty je ve výši 84 225 CZK.

Tabulka 4.6 Model I. – rok 2014

Název akcie	Nákup	Počet kusů	Prodej po dividendě	Daň. ztráta	Dividenda	Dividenda celkem	Zisk
PM	11200	500	10410	395000	748	374000	-21000
KB	4751	1000	4623	128000	264	264000	136000
SUMA				523000			

Zdroj: Vlastní zpracování

Z uvedeného vyplývá, že kromě daňové úspory 523 000 CZK investor dosáhl zisku 115 000 CZK. Interpretace údajů v tab. č.4c pro rok 2014 je následující:

- Celkový kapitálový výnos 1 milion při současném zdanění je 150 000 CZK daň.
- Metoda dividendového štítu sníží zisk před zdaněním na 477 000 CZK, daň z této částky činí 71 550 CZK.
- Úspora 78 450 CZK po započtení zisku 193 450 CZK.

Tabulka 4.7 Model I. – resumé

Rok	Daň. povinnost	Daň zaplacená vyžitím divid. štítu	Zisk po započtení prodeje CP a daně
2012	150 000	82 500	57 500
2013	150 000	62 775	84 225
2014	150 000	71 550	193 450
SUMA			333175

Zdroj: Vlastní zpracování

Závěrečná sumarizace:

Celkem za 3 roky využitím metody dividendového štítu došlo u uvedeného portfolia k úspoře na daních a zisku při prodeji před a po dividendě ve výši 335 175 CZK¹².

¹² Na okraj poznamenávám, že v té době bylo možné na bankovních termínových účtech v komerčních bankách činných v České republice zhodnotit volné peněžní prostředky při jejich vkladu na termínový účet na 1 rok v objemu 1 mil. CZK pouze o 0,4 – 1,6 % p.a. (podle jednotlivých bank), při vkladu na termínový účet na 3 měsíce se tyto výnosy pohybovaly ještě podstatně níže, tj. v rozmezí 0,1 – 0,4 % p.a.

Model II.

Řeší nákup, držení a prodej vybraných 2 akcií na BCPP s využitím časového testu 3 let. Investor v tomto časovém období tyto akcie neprodává, tudíž neřeší zdanění.

Tabulka 4.8 Model II.

Název akcie	Nákupní cena	Dividenda 2012–2014	Prodej 2015	zisk
PM	11595 *500	2640–15% 2244	10418	533 500
KB	3765*1000	770–15% 654	5451	2 340 000
Celkem zisk				2 873 000

Zdroj: (Kurzy, 2014)

Nákup 500 ks PM, zisk $500 * 1067$ /rozdíl dividenda 2012/2014 – prodejní cena / 533 500 CZK.

Nákup 1000 ks KB, zisk 2 340 000 CZK.

Finanční investor tímto postupem zrealizoval v uvedeném období zisk celkem 2 873 500 CZK. Rozdíl mezi oběma postupy u zcela stejných akcií činí víc než 2,5milionu CZK. To už zcela jistě stojí za povšimnutí a následné využití této strategie v praxi. Jak ukázal provedený průzkum a výpočty, právě proto je tak důležité, aby se finanční investor zabýval ve své činnosti také optimálními zdaňovacími postupy a nejvýhodnější z nich (v tomto příkladu Model č. 2) také poté využíval ve své investiční činnosti.

4.4 Optimalizace zdanění – metodou FIFO nebo metodou aritmetického průměru

Na základě vlastního šetření jsem požádal o výklad příslušný odbor Ministerstva financí ohledně metodiky výpočtu kapitálového výnosu

Metodický pokyn Ministerstva financí ČR ohledně nákupu akcií a částečného prodeje ve věci určení metody výpočtu základu daně z částečného prodeje cenných papírů explicitně určuje, že i Investor sám se může rozhodnout, jestli použije metodu FIFO (angl.. First in, first out) nebo aritmetický průměr.

V čem je mezi nimi podstatný rozdíl? Tento rozdíl dokumentuje následující příklad.

4.4.1 Zdanění prodeje akcií

Investor nakoupil přes RM-Systém 10 akcií různých společností, každou za 1 000 Kč. Nepodniká nebo tyto akcie zkrátka nezahrnul do obchodního majetku. Do 3 let všechny akcie prodal, přičemž u poloviny z nich docílil dílčí ztráty á 200 Kč, zatímco druhou polovinu prodal s dílčím ziskem á 500 Kč. Ekonomicky tak dosáhl v úhrnu za celý rok z prodeje akcií zisk $5 \times (-200 \text{ Kč}) + 5 \times 500 \text{ Kč} = +1 500 \text{ Kč}$.

Stejně dopadne i jeho „daňový zisk“, resp. dílčí základ daně z těchto ostatních příjmů:

1. zdanitelný příjem = $5 \times 800 \text{ Kč} + 5 \times 1 500 \text{ Kč} = 4 000 \text{ Kč} + 7 500 \text{ Kč} = 11 500 \text{ Kč}$,
2. daňové výdaje = $10 \times 1 000 \text{ Kč} = 10 000 \text{ Kč}$,
3. dílčí základ daně = $11 500 \text{ Kč} - 10 000 \text{ Kč} = 1 500 \text{ Kč}$.
4. Pokud investor je podnikal a akcie zahrnul do svého obchodního majetku v rámci daňové evidence, musel by pro účely zdanění samostatně posuzovat prodej každé akcie. Proto by pro něj pět ztrátových obchodů znamenalo nedaňovou ztrátu 1 000 Kč a celkové zvýšení dílčího základu daně podle § 7 ZDP by bylo 2 500 Kč:
5. Zdanitelný příjem = $5 \times 800 \text{ Kč} + 5 \times 1 500 \text{ Kč} = 4 000 \text{ Kč} + 7 500 \text{ Kč} = 11 500 \text{ Kč}$,
6. Daňové výdaje = $5 \times 800 \text{ Kč} + 5 \times 1 000 \text{ Kč} = 4 000 \text{ Kč} + 5 000 \text{ Kč} = 9 000 \text{ Kč}$,
7. Dílčí základ daně = $11 500 \text{ Kč} - 9 000 \text{ Kč} = 2 500 \text{ Kč}$.

4.4.2 Uplatnění metody váženého aritmetického průměru

Lze názorně vysvětlit za pomoci následujícího příkladu:

Investor pro účely podnikání kupuje do obchodního majetku během roku různé akcie. Vstupní cenou je vážený aritmetický průměr.

Pro účely našeho dalšího daňového posouzení přitom není podstatné, jestli podnikatel vede účetnictví ve zjednodušeném rozsahu (čili neoceňuje reálnou hodnotou), nebo vede-li daňovou evidenci. V obou případech se totiž na něj bude při prodeji akcií (neoceňovaných reálnou hodnotou) vztahovat § 24 odst. 2 písm. w ZDP, který limituje daňovou účinnost nabývací ceny každé akcie (zde pořizovací ceny) příjmem z jejich prodeje.

Podnikatel využívá k ocenění akcií vážený aritmetický průměr:

1. Akcie firmy A, a. s., o jmenovité hodnotě 100 000 Kč:

$$20 \text{ kusů akcií s průměrnou pořizovací cenou jedné akcie} = (10 \text{ ks} \times 80\,000) + (10 \text{ ks} \times 50\,000) / 20 \text{ ks} = (800\,000 \text{ Kč} + 500\,000 \text{ Kč}) / 20 \text{ ks} = 65\,000 \text{ Kč.}$$

2. Akcie firmy B, a. s., o jmenovité hodnotě 10 000 Kč:

$$30 \text{ kusů akcií s průměrnou pořizovací cenou jedné akcie} = (20 \text{ ks} \times 20\,000) + (10 \text{ ks} \times 40\,000) / 30 \text{ ks} = (400\,000 \text{ Kč} + 400\,000 \text{ Kč}) / 30 \text{ ks} = 26\,666,67 \text{ Kč.}$$

3. Akcie firmy C, a. s., o jmenovité hodnotě 1 000 Kč:

$$200 \text{ kusů akcií s průměrnou pořizovací cenou jedné akcie} = (100 \text{ ks} \times 10\,000) + (100 \text{ ks} \times 1\,000) / 200 \text{ ks} = (1\,000\,000 \text{ Kč} + 100\,000 \text{ Kč}) / 200 \text{ ks} = 5\,500 \text{ Kč.}$$

4. Akcie firmy C, a. s., o jmenovité hodnotě 50 000 Kč:

$$4 \text{ kusy akcií s průměrnou pořizovací cenou jedné akcie} = (4 \text{ ks} \times 500\,000) / 4 \text{ ks} = 500\,000 \text{ Kč.}$$

Ve zbývající části roku investor tyto akcie již pouze prodával. Daň platí jen z kapitálových výnosů, tedy jenom z rozdílu mezi cenou pořizovací a cenou prodejní.

4.4.3 Uplatnění metody FIFO

Pokud by investor na základě údajů z výše uvedeného příkladu v předchozí subkapitole zvolil pro ocenění všech akcií metodu FIFO – kdy se při prodeji vždy nejprve vyřazují nestarší koupené akcie stejného druhu – dosáhl by při jinak naprosto stejných podmínkách zcela odlišných účetních i daňových výsledků.

Jak prokazují výsledky takového postupu zdanění, v tomto případě investor docílil jen díky odlišné metodice oceňování akcií za jinak stejných podmínek nižšího základu daně o 300 000 Kč.

Někdy se tedy může vyplatit „trochu si pohrát“ s jednotlivými variantami různých metodik oceňování dosaženého zisku přičemž, jak jednu z nich finanční investor vybere pro zdanění svých dosažených zisků z jeho investování do cenných papírů.

Proto předmětem zkoumání v další části bude použití metody na akciích společnosti ČEZ.

ČEZ

Jeden z největších výrobců a distributorů elektrické energie v Evropě, podle tržní kapitalizace největší společnost ze Střední a Východní Evropy, jejíž akcie se obchodují na burze. Společnost vyrábí elektřinu v jaderných, uhelných a dalších elektrárnách, kromě domácího trhu působí například v Polsku, Bulharsku nebo Rumunsku.

Pro úplnost k průběhu ceny dané akcie v letech 2012 – 2014 uvádím, že jedním z hlavních negativních vlivů způsobujících uvedený pokles byla de facto ztráta firmy v Albánii (albánský regulátor de facto vzal licenci této české firmě – údajně pro porušení smluvních podmínek) a firma tak ztratila cca 5 mld. CZK. Analogické hrozby vyvstaly pro firmu po tomto rozhodnutí albánských úřadů i v sousedních státech (Bulharsko a Rumunsko)

Aktuální kurz: 515.00 | ▶ 0,00 % (data k 20. 1. 2014, na počátku psaní této publikace)



Graf 4.2 ČEZ

Zdroj: (Kurzy, 2014)

4.5 Celková čistá anualizovaná výnosnost

Tato veličina vychází z teorie portfolia, je ovšem vypočítaná se zřetelem na daňové zatížení.

Jak se promítne do rozhodování optimálního portfolia prodloužení časového testu pro osvobození příjmů z prodeje cenných papírů ze šesti měsíců na tři roky, bude hlavním předmětem zkoumání této práce. Jde o to, že alespoň tak dlouhá doba by měla uplynout od nákupu po prodej cenných papírů, aby jejich majitel nemusel zdaňovat jím vygenerovaný zisk. Současně a nezávisle na plnění časového testu však začne platit i roční limit pro osvobození příjmů z prodeje cenných papírů, které nesmí být předmětem obchodního majetku, a to ve výši 100 tisíc korun. To by mělo usnadnit výpočet drobnějším investorům.

Jak již bylo uvedeno, sazby daně v této oblasti se v jednotlivých státech liší. Proto není možné předpokládat univerzální stejnou výnosnost finančních investic, pokud jsou tyto finanční investice investovány finančním investorem v různých zemích. Srovnání daňových úrovní umožní získat lepší přehled o daňových pravidlech jednotlivých států. Tím se bude také měnit anualizovaná výnosnost jednotlivých portfolií. Současně je potřebné zohlednit, že některé investiční účty nebudou zdaňovány vůbec, pokud se dodrží limit časového testu, výnosnost bude záviset od jednotlivých daňových zákonů dotyčného státu. Kalkulace čistého výnosu se tak bude lišit dle prostředí, ve kterém investujeme.

Na základě výše uvedeného je vzorec pro čistou anualizovanou výnosnost po zdanění následující.

$$\left(p * \frac{100 - D}{100} : M \right) * 12 = A$$

p = příjem z investic

D = účinná daňová sazba

M = počet měsíců držení investice

A = čistá anualizovaná výnosnost po zdanění

To platí za předpokladu, že všechny investiční příjmy podléhají stejnému režimu zdanění. To je vysoce akceptovatelný a reálný předpoklad z toho důvodu, že i v reálné praxi na finančních trzích, protože je obvyklé, že investor má zpravidla otevřený jeden účet u jednoho obchodníka v jednom státě a zdaňuje dle těchto pravidel výnos z celého portfolia.

V následující analýze je potřeba prozkoumat, jak se promítne různá délka držení jednotlivých akcií v portfoliu finančního investora. Proto bude i kalkulace vzorových portfolií předmětem další analýzy. Jednotlivá portfolia se budou lišit v délce držení akcií investorem.

Další možností bude výběr takového portfolia, kde bude načasován prodej ziskových pozic finančního investora oproti prodeji ztrátových pozic tak, aby

všechny „spadaly“ do jednoho časového období a tak optimalizovaly daňové podmínky a z nich vyplývající daňové povinnosti tohoto investora.

V průběhu vypracování této disertační práce jsem požádal o metodický výklad nového daňového předpisu Ministerstvo financí ČR a jeho příslušný orgán právě z důvodu, že není jasné, jak zdanění provádět. Pro ilustraci této situace uvádím následující příklad.

Příklad:

Investor nakoupí 3000 akcií ČEZ v období 3 měsíců

10/2014	1200 ks.	Nákupní cena	523 CZK
11/2014	700 ks		621 CZK
12/2014	1100 ks		586 CZK
Prodá			
10/2015	400 ks		730 CZK
11/2014	1300 ks		742 CZK

I. Metoda FIFO

Investor zaplatí daň z rozdílu.

Příjem 400*730	292000	Náklady 1200*523	627600
1300*742	964000	500*621	310500

Celkem příjem 1256000 na 1700 akcií. Celkem výdaje 938100 na 1700 akcií.

Rozdíl zdanitelné plnění 317900.

II. Metoda vážený aritmetický průměr

Investor zaplatí daň z rozdílu.

Příjem 400*730	292000	Náklady 1700*569	967243
1300*742	964000		

Celkem příjem 1256000 na 1700 akcií. Celkem výdaje 967243 na 1700 akcií.

Rozdíl zdanitelné plnění 288757.

Na základě pokynu MF ČR může investor sám rozhodnout, jestli použije metodu FIFO nebo metodu váženého aritmetického průměru.

Na základě výše uvedeného příkladu se vyplatí investorovi použít metodu váženého aritmetického průměru.

Pokud změnou daňových pravidel a prodloužením časového testu dochází ke změně investorské strategie z krátkodobého obchodování na dlouhodobé držení akcií explicitně, vzrůstá význam fundamentální analýzy akcií. Vycházím z předpokladu, že cena akcie na burze v krátkodobém horizontu se odchyluje podstatně víc od své vnitřní hodnoty než ze středně a dlouhodobého horizontu.

Proto je pro investora z dlouhodobého hlediska důležitější znát vnitřní hodnotu akcie, tedy provést fundamentální analýzu akcie vybrané do portfolia.

4.6 Průzkum optimalizace výnosu vybraného portfolia dotazníkovou metodou

Dotazník patří ke specifickým metodám, používaných ve společenských vědách, tedy i v ekonomice. Je to metoda, která shromažďuje údaje získané z dotazování osob. Charakterizuje se tím, že je určena pro hromadné získávání údajů pro statistické zpracování. Takto je možné zachytit názory investorů, jejich postoje k finančním investicím včetně optimalizace jejich kapitálových výnosů.

Základní podmínkou účelného koncipování dotazníku je přesná formulace konkrétního cíle a úkolů dotazníku ve vztahu ke zvolenému problému. Významnými přitom jsou formulace položek dotazníku a typy odpovědí. Autor dotazníku při koncipování jejich položek (otázek) sleduje vztah otázky k výzkumnému cíli a k základním problémům jím prováděného výzkumu. Otázky je proto vždy třeba formulovat tak, aby respondent plně chápal jejich obsah a aby je poté všichni dokázali vyhodnotit.

Z tohoto hlediska se rozlišují dva základní typy položek v dotazníku:

- a) otevřené (nestrukturované) – dávají respondentům vztahový rámec, ale neurčují podrobněji ani obsah, ani formu jeho odpovědi (např. Charakterizujte mimoškolní činnost žáků vaší školy). Respondent volí délku odpovědi a konkrétní informace, neboť sám rozhoduje, co říct a co ne. Otevřené otázky umožňují hlouběji pronikat ke sledovaným jevům, lépe odhalují skutečné postoje respondentů, často poskytují obsažnější informace. Jejich úroveň závisí i na schopnosti respondentů vyjadřovat se písemně i na jejich ochotě k poměrně náročné spolupráci. Zpracování těchto položek je pracné a časově náročné.
- b) uzavřené (strukturované) – nabízejí respondentovi volbu mezi dvěma nebo více alternativami. Zkoumaná osoba odpovídá na otázky, které jsou v dotazníku doplněny možnými odpověďmi tak, že zvolené odpovědi podtrhne, zakroužkuje, označí apod. Rozhodl jsem se použít kombinaci obou typů otázek tak, abych dostal relativně jasné a přehledné odpovědi.

Výzkum byl proveden formou empirického dotazníkového šetření mezi investory prostřednictvím předních brokerských firem v ČR. Dotazník je přiložen níže.

Zdanění kapitálových výnosů

Dobrý den,

věnujte prosím několik minut svého času vyplnění následujícího dotazníku.

Řešíte při investování do akcií optimalizaci vašich kapitálových výnosů?

Ano

Ne

Rád bych ale nevím jak

Investujete do dividendových akcií?


Ano pregeruji je

Ne

Není to pro mne při výběru podstatné

Došlo ke změně vaší investiční strategie prodloužením časového testu osvobození od zdanění z 6 měsíců na 3 roky? Jak se tato změna projevila?

Zbývá 250 znaků

ODESLAT DOTAZNÍK 

Dotazník vytvořen pomocí [Survio](#).

Vyzkoušejte si předpřipravené [vzory dotazníků](#) pro snadný start!

Obrázek 4.1 Dotazník

Zdroj: Vlastní zpracování na www.survio.cz

4.6.1 Cíl výzkumu

Je v tomto případě na základě vyhodnocení odpovědí relevantní vzorky finančních individuálních investorů získání reálného obrazu, do jaké míry tito investoři přizpůsobili nebo změnili svoji investiční strategii v důsledku posunutí časového testu v ČR od 1. 1. 2014 z 6 měsíců na 3 roky.

4.6.2 Respondenti

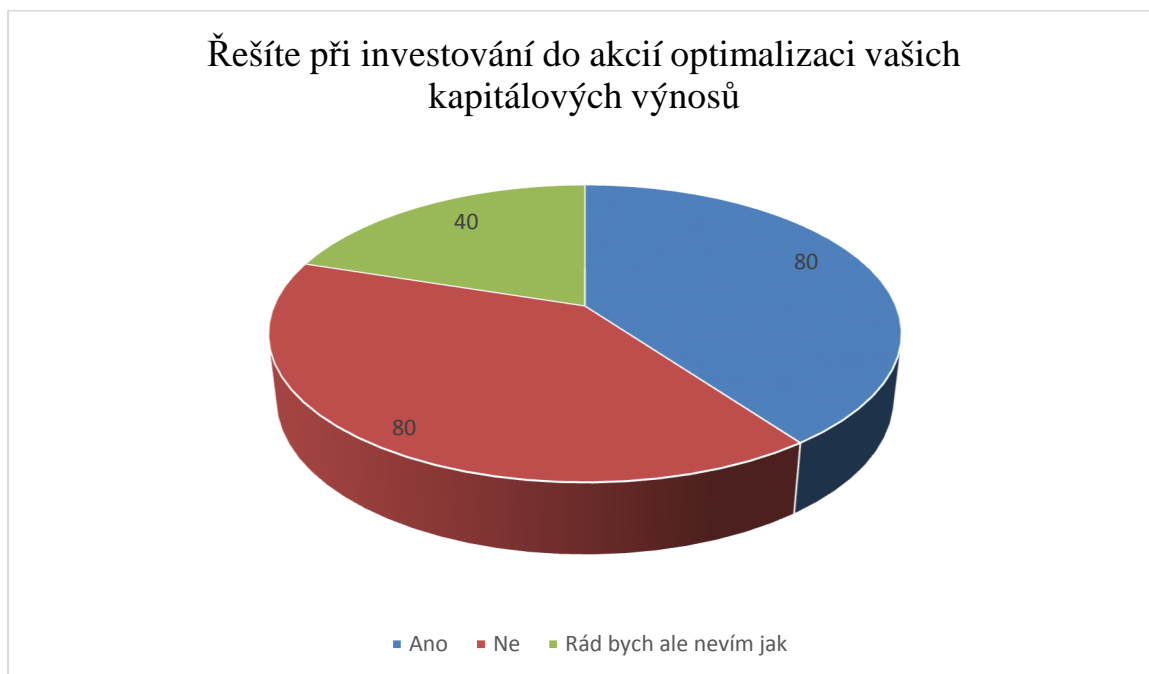
Respondenti byli náhodně vybraní finanční investoři, kteří obchodují s akciemi ve věku 22+ let, byli vysokoškolsky vzdělaní, OSVČ nebo zaměstnanci.

Dotazník byl rozeslán a zpracován prostřednictvím společnosti Survio 200 respondentům. Společnost se zaměřuje na on-line systém tvorby dotazníků, který je určen a směřován zejména na neamerický trh. Průzkum byl zpracován a testován na českém trhu.

Vyplněných bylo 200 dotazníků

4.6.3 Vyhodnocení

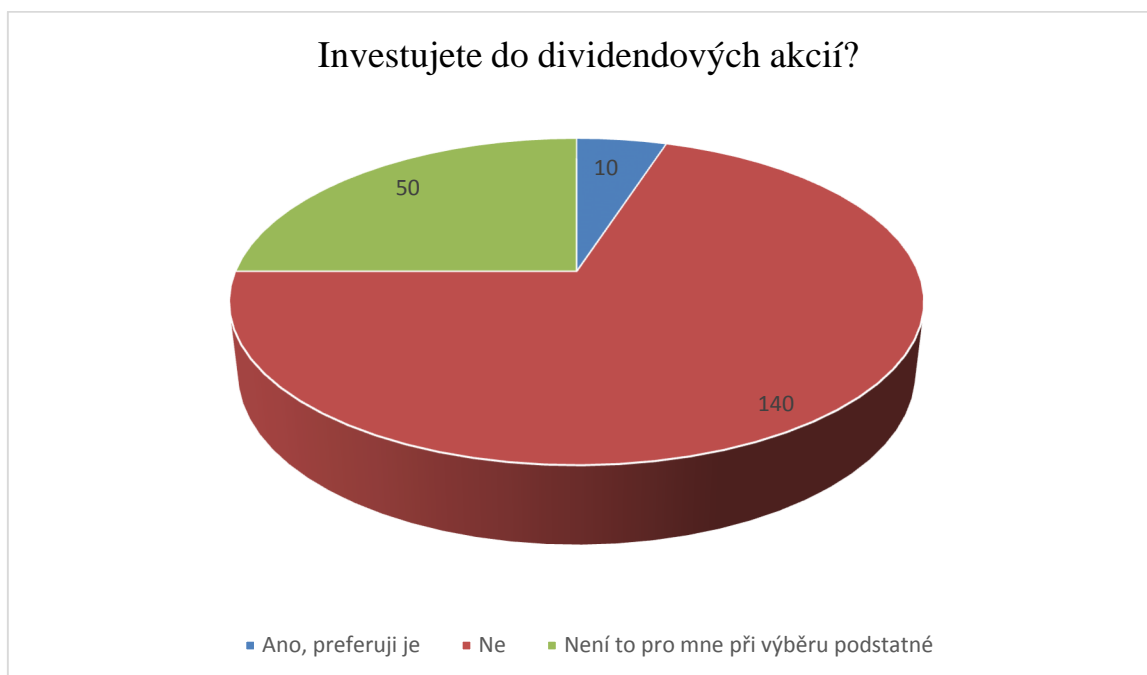
Dotazník byl zpracován v online systému Survio, ve kterém byl rovněž vyhodnocován, neboť systém Survio umožňuje například třídit odpovědi podle vybraných kritérií, exportovat výsledky do programu MS Excel a tvořit tak tabulky a grafy.



Graf 4.3 Řešíte při investování do akcií optimalizaci do vašich kapitálových výnosů?

Zdroj: Vlastní zpracování

Vzhledem k tomu, že optimalizaci kapitálových výnosu neřeší 60 % respondentů, je tato disertační práce určena právě těmto investorům. Ti, kteří svoje kapitálové výnosy neřeší, mají možnost prostřednictvím modelu vytvoření dividendového štítu optimalizovat svoje kapitálové výnosy tak, aby jejich zisk, který byl vytvořen úspěšným investováním, byl vyšší bez jakýchkoliv dalších nákladů. Na druhé straně možno interpretovat 40% podíl investorů, kteří neřeší optimalizaci svých výnosů z důvodu slabé vymahatelností daní z pohledu státních orgánů (především finančních úřadů).



Graf 4.4 Investujete do dividendových akcií?

Zdroj: Vlastní zpracování

Na základě uvedeného průzkumu jsem zjistil, že více než 70 % investorů při svém investičním rozhodování výši dividend akciové společnosti nijak nezohledňuje a tím ani výnos z dividend nijak neovlivňuje jejich výsledný zisk. To je docela překvapivé o to více, že současná výše úrokových sazeb na vkladových účtech (včetně termínových) neimplikuje zvýšený zájem o dividendové akcie, které by jim kompenzovaly prakticky nulový výnos z jejich investovaného finančního kapitálu. Domnívám se, že tento poměr se změní, pokud úrokové sazby zůstanou dlouhodobě na nízkých úrovních.

4.6.4 Dílčí závěr

Dotazník kromě svých předností, jako je jednotnost při používání, ekonomická výhodnost, lehká kvantifikace, má i své záporné stránky. Sem patří zejména obtíže při získávání otevřených a pravdivých odpovědí na tištěném formuláři. Používání dotazníku jako vědecké metody klade vysoké nároky na vědeckého pracovníka. Je proto mylné považovat dotazník za snadnou a nenáročnou metodu získávání dat a z nich vyvozených vědeckých nebo pedagogických faktů.

Používání dotazníku ve vědecko-pedagogickém výzkumu bude účinné pouze tehdy, když budou dodržovány všechny základní požadavky nezbytné pro jeho správnou konstrukci, zpracování a vyhodnocení. Z hlediska objektivity údajů, získaných dotazníkem, je důležité spojovat jeho využití s dalšími metodami, které doplní, upřesní, prohloubí výsledky dotazníkové metody, např. s metodou pozorování, rozhovoru a jiné.

Proto jsem tuto metodu doplnil tím, že jsem ji použil v kombinaci s rozhovorem s makléři předních českých investičních firem. Na základě jejich informací jsem poté dospěl k následujícím závěrům:

1. Vzhledem k tomu, že optimalizaci kapitálových výnosu neřeší 60 % respondentů, je tato disertační práce určena právě těmto investorům. Ti, kteří neřeší svoje kapitálové výnosy, mají možnost prostřednictvím modelu vytvoření dividendového štítu optimalizovat svoje kapitálové výnosy tak, aby jejich zisk, který byl vytvořen úspěšným investováním byl vyšší bez jakýchkoliv dalších nákladů. Na druhé straně možno interpretovat 40% podíl investorů, kteří neřeší optimalizaci svých výnosů také slabou vymahatelností daní z pohledu státních orgánů především finančních úřadů.
2. Na základě uvedeného průzkumu jsem zjistil, že více než 70 % investorů při svém investičním rozhodování výši dividend akciové společnosti nijak nesleduje a nezohledňuje v jejich investičním rozhodování. Tím dividendy jako nástroj zhodnocení finančního majetku ani nijak neovlivňuje jejich výsledný zisk. To je docela překvapivé, protože je prokázáno, že ani současná extrémně nízká výše úrokových sazeb na vkladových účtech neimplikuje zvýšený zájem o dividendové akcie, které by takovým vkladatelům kompenzovaly dosavadní extrémně nízký výnos jejich investovaného peněžního kapitálu. Domnívám se, že tento poměr se změní, pokud úrokové sazby v ČR i ve světě zůstanou dlouhodobě na nízkých úrovních.
3. Převážná většina respondentů se vyjádřila ve smyslu dlouhodobého investování a tak se prodloužením časového testu z 6 měsíců na 3 roky jejich strategie nijak nezměnila. Část investorů ovšem investuje do podílových listů a tam je nutný časový investiční horizont minimálně 5 let

vzhledem k výši vstupních poplatků. Předmětem dalšího průzkumu by proto měla být orientace pouze na investory investující do akcií, aby výstupy byly relevantní.

4.7 Vyhodnocení hypotéz

Na základě stanovených vědeckých otázek a hlavních cílů disertační práce byly definovány tyto hypotézy:

H1: Využitím metody dividendového štítu dochází u definovaného portfolia cenných papírů k úspoře na daních a zisku při prodeji před a po dividendě ve výši 30 %.

Vyhodnocení: H1 byla potvrzená. Provedená šetření prokázaly, že využitím metody dividendového štítu dochází u definovaného portfolia cenných papírů k úspoře na daních a zisku při prodeji před a po dividendě ve výši 335 175 CZK. Částka 335 175 je daňová úspora použitím metody dividendového štítu za 3 roky při dosažení zisku 1 milion korun ročně. Z uvedeného vyplývá daňová úspora v průměru 111 725 CZK ročně tedy místo původních 150 000 CZK zaplatí investor jen 38 275 (150 000 - 111 725) CZK. Daňová úspora dosahuje v průměru 74 % (rozdíl 150 000 CZK z milionu zisku proti 38 275 CZK) po uplatnění metody dividendového štítu

H2: Odlišná metodika oceňování akcií přináší pokles základu daně o minimálně 66 %. Původní daň v absolutní hodnotě ve výši 15 % ze základu 1 000 000 CZK se snížila daňovou optimalizací na 5 % tedy o 66 %.

Vyhodnocení: H2 byla ve výzkumu potvrzena, protože jsem zjistil, že odlišná metodika oceňování akcií přináší snížení daňové a daně o 66 %

H3: Chování investorů není ekonomicky racionální. Při svém investičním rozhodování optimalizaci kapitálových výnosů neřeší minimálně 50 % respondentů výši dividend a výnos z dividend akciové společnosti nijak nezohledňuje minimálně 60 % respondentů.

Vyhodnocení: H3 byla prostřednictvím empirického výzkumu potvrzena. Zjistil jsem, že v procesu investičního rozhodování optimalizaci kapitálových výnosů a výši dividend a výnos z dividend akciové společnosti nijak nezohledňuje minimálně 60 % respondentů. Zároveň jsem zjistil, že více než 70 % investorů při svém investičním rozhodování výši dividend akciové společnosti nijak nezohledňuje a tím ani výnos z dividend nijak neovlivňuje jejich výsledný zisk.

5. PŘÍNOSY DISERTAČNÍ PRÁCE PRO VĚDU A PRAXI

Přínos práce spočívá především v oblasti optimalizace výběru finančního portfolia se zohledněním a zapracováním optimalizace rizika daňových změn.

Přínos práce z tohoto pohledu je následně možné rozdělit do dvou hlavních skupin.

5.1 Přínos pro teoretické poznání a pedagogiku

Problematika zdanění výnosů z prodeje cenných papírů je v odborné literatuře zpracovaná ve vztahu k výši úrokové míry. Zkoumá vliv daní na investiční rozhodování a výběr portfolia. Zkoumá jak chování investorů, tak různé skladby portfolií a efekt segmentace a vybalancování jednotlivých portfolií ve snaze dosáhnout optimální hodnoty daně z kapitálových výnosů. Všechny tyto studie mají jedno slabé místo: Vycházejí z daňového zatížení výnosů z kapitálových investic, které jsou po celou dobu konstantní. Přijetím zákona o prodloužení daňového testu z 6 měsíců na 3 roky ovšem vzniká nová situace, kdy je možné absolutně se vyhnout zdanění, pokud investor akcie drží více než 3 roky. Tato problematika nebyla dosud řešena, a proto je předmětem zkoumání této práce.

Moderní teorie výběru portfolia řeší především otázky kvalitativní volby cenného papíru a jeho výnos ve vztahu k riziku. Tento výnos je ovšem v některých zemích zásadně ovlivněn změnami v daňových sazbách a tím explicitně ovlivňuje celkový absolutní výnos investice.

Také metodika výpočtu daně z prodeje cenných papírů se zohledněním časového testu ještě zpracována nebyla a až v průběhu vypracovávání této disertační práce a jejím textu jsou nastíněny některé relevantní kvantifikace.

Toto nové poznání může resp. je povinno být využito jak v přednáškách pro studenty ekonomie, tak ve finančním rozhodování všech potenciálních i reálných finančních investorů. Tyto nové a prokázané zjištěné teoretické výstupy i analyzované postupy a jejich výsledky mohou tedy znamenat důležitý posun v chápání problematiky optimální tvorby portfolia ve vztahu k rizikům, v zde zkoumaném případě ve vztahu k rizikům daňovým. V teoretické oblasti práce nastiňuje analýzy a postupy, jak implementovat rizika a vlivy zdanění do optimální tvorby portfolia. Samostatným novým výstupem a příspěvkem je zjištění chování finančních investorů v důsledku proběhlých daňových změn.

5.2 Přínos pro praxi a investory

Disertační práce je zaměřena na oblast optimalizace portfolia cenných papírů z pohledu maximalizace zisku na základě optimálního resp. optimálnějšího využití daňových zákonů. Přínosem práce je výpočet celkové čisté anualizované výnosnosti zahrnující zdanění dle nové platné legislativy.

Disertační práce se zabývá problematikou optimalizace výběru portfolia. Popisuje teoretické poznání v této oblasti a na jeho základě analyzuje možnosti optimalizace se zřetelem na novou platnou legislativu z titulu změny časového testu. Tato změna výrazně mění chování investorů – dochází k přesunu z krátkodobých pozic na středně a dlouhodobé. Práce také nastiňuje, do jaké míry budou investiční portfolia finančních investorů ovlivněna touto daňovou změnou, přičemž navrhuje jako jedno z řešení model optimalizace zdanění výnosů prostřednictvím metody dividendového štítu.

Hlavním cílem disertační práce byla *formulace optimálního portfolia*, jeho implementace v reálné sféře investování a jeho popularizace ve vztahu ke změně časového testu a nové platné legislativě.

Prodloužení časového testu při zdaňování investic do cenných papírů zásadním způsobem mění chování investorů ve vztahu k délce držení akcií v portfoliu. Toto zjištění zatím není možné sledovat historicky, neboť dané opatření bylo legislativně zavedeno až od roku 2014. Záměrem je zjistit a kvantifikovat, jak se budou investoři v tomto pro ně novém prostředí orientovat a jaký dopad z pohledu jejich investic bude toto riziko vytvářet¹³.

Na základě provedeného výzkumu se ukazuje, že investoři ještě nedostatečně reagovali na změněnou daňovou legislativu a ke změně jejich investičního rozhodování nedochází. Nepotvrdila se orientace investoru na dividendové tituly a ani jejich ochota měnit již zavedené investiční strategie. Na druhé straně význam metody použití dividendového štítu poroste se zvyšujícími se zisky na kapitálových trzích.

Vzhledem k tomu, že se nacházíme v období odeznívající ekonomické krize, je pravděpodobné, že dopady na rozhodování investorů nebudou souviset jen s rizikem vyššího zdanění, a tím nižšího výnosu, ale s celkovou opatrností

¹³ Prvním relevantním potvrzeným výsledkem výše uvedených výzkumů o skutečně relevantním vlivu změny daňového testu na chování finančních investorů a jejich dopadů na podnikatelské prostředí v České republice je hospodářský výsledek jedné z největších a nejvýznamnějších brokerských společností na českém trhu, a to dceřině společnosti největší české banky Česká spořitelna, a.s. – konkrétně společnosti Brokerjet. Tato brokerská firma byla až do roku 2013 v zisku. Změna chování drobných investorů v důsledku jejich reakce na silně pozměněný časový test – tj. provádění podstatně méně obchodů s cennými papíry, co pro brokerské firmy znamená výrazný pokles tržeb z důvodu výrazného snížení inkasovaných poplatků za provedené nákupy a prodeje cenných papírů – způsobila takový pokles jejich výnosů z těchto poplatků, že se propadla do výrazné ztráty v roce 2015. Protože nevidí nijaké náznaky změn v této oblasti (ani daňových, ani ve změně chování svých klientů a ani v růstu svého zisku), rozhodla se ke konci listopadu 2015 ukončit svou činnost.

investice do cenných papírů. O to víc vzrůstá význam optimalizace výběru portfolia a jednotlivých akciových titulů včetně zohledňování oblasti zdaňování dosažených výnosů.

SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

1. Daňové vábení jménem Kypr. *Akont* [online]. © 2008 [cit. 2015-06-15]. Dostupné z: <http://www.akont.cz/cz/225.danove-vabeni-jmenem-kypr>
2. BÁBEK, Jiří. Finanční analýza a vzorce pro humanitní typy. *Inboox* [online]. © 2008 [cit. 2015-06-15]. Dostupné z: <http://www.inboox.cz/news/financni-analyza-a-vzorce-pro-humanitni-typy/>
3. BRADA, Jaroslav. *Teorie portfolia*. 1. vyd. Praha: VŠE v Praze, 1996. 160 s. ISBN 80-7079-259-9-0.
4. BREALEY, Richard A. (2003). *Principles of Corporate Finance*. 7th ed. Boston: McGraw-Hill, 2003. 1330 p. ISBN 978-0072940435.
5. CAMPBELL, Cynthia J., Lawrence GOLDBERG & Anoop RAI. The impact of the European Union insurance directives on insurance company stocks. *Journal of Risk and Insurance*. 2003, vol. 70, no. 1, pp. 125-167.
6. Cyrrus. Akcie, investice. *Cyrrus a.s.* [online]. © 2011 [cit. 2015-06-15]. Dostupné z: <http://www.cyrrus.cz/>
7. ČÁMSKÝ, František. *Teorie portfolia*. 2., přeprac. a rozš. vyd. Brno: Masarykova univerzita, 2007, 115 s. ISBN 978-80-210-4252-0.
8. CHEVALLIER, Julien & Benoît SÉVI. Jump-robust estimation of realized volatility in the EU emissions trading scheme. *The Journal of Energy Markets*. 2010, vol. 3, no. 2, pp. 1-19.
9. DIMAND, Robert W. *James Tobin*. Palgrave Macmillan, 2014. ISBN 978-1-137-43195-0.
10. DVOŘÁK, Roman. *Trading strategie: moderní styl obchodování na burze: včetně popisu třech funkčních trading strategií*. Computer Press, 2008, 140 s. ISBN 978-80-251-2240-2.
11. ELTON, Edwin J., Martin J. GRUBER, Stephen J. BROWN & William N. GOETZMANN. *Modern portfolio theory and investment analysis*. John Wiley & Sons, 2009. ISBN 978-0-470-50584-7.
12. The overall tax-to-GDP ratio in the EU27 up to 38.8% of GDP in 2011. *Eurostat* [online]. © 2013 [cit. 2015-06-15]. Dostupné z: http://europa.eu/rapid/press-release_STAT-13-68_en.htm?locale=en
13. FIALOVÁ, Helena a Jiří JELEN. *Malý ekonomický slovník*. ECOMIX-OK, 1993. ISBN 80-901546-1-1.
14. GLADIŠ, Daniel. *Naučte se investovat*. 2. rozšířené vydání. Praha: Grada, 2005. ISBN 80-247-1205-9.

15. GRAHAM, Benjamin a Jason Zweig. *Intelligentní investor*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 503 s. ISBN 978-80-247-1792-0.
16. HANSEN, Jesper L. Coping with Emerging Federalism – Working with Securities Trading in the European Union. *Nordic Journal of International Law*. 2011, vol. 80 no. 3, pp. 351-367. ISSN: 0902-7351.
17. HILL, Alan R. *The Capital Asset Pricing Model*. Bookboon, 2010. ISBN 978-87-403-0625-5.
18. IVKOVIĆ, Zoran, James POTERBA & Scott WEISBENNER. *Tax-motivated trading by individual investors*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2004. Working paper series No. 10275.
19. JÍLEK, Josef. *Akciové trhy a investování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009, s. 106). ISBN 978-80-247-2963-3.
20. KAPISIS, Ilias. Competition law and policy for the EU banking sector in a period of increased economic uncertainty. *International Journal of Law and Management*. 2012, vol. 54, no. 4, pp. 284-301.
21. KEYNES, John M. *Obecná teorie zaměstnanosti, úroku a peněz*. ČSAV, 1963.
22. KISLINGEROVÁ, Eva. *Manažerské finance*. Praha: C. H. Beck, 2010. ISBN 978-80-7400-194-9.
23. KORHONEN, Iikka & Anatoly PERESETSKY. What determines stock market behavior in Russia and other emerging countries? *BOFIT*, Discussion Paper No. 4/2013.
24. KOTULIČ, Rastislav, Péter KIRÁLY a Miroslava RAJČANIOVÁ. *Finanční analýza podniku*. Bratislava: Iura Edition, 2007, 206 s. ISBN 978-80-8078-117-0.
25. KRÁL, Miloš a Martin KOVÁŘÍK. *Carry trade*. Žilina: Georg, 2011, 236 s. ISBN 978-80-89401-52-9.
26. LATTEMANN, Christoph, Peter LOOS, Johannes GOMOLKA et al. High Frequency Trading: Kosten und Nutzen im Wertpapierhandel und Notwendigkeit der Marktregulierung (Meinung/Dialog). *Wirtschaftsinformatik*. 2012, vol. 54, no. 2, pp. 91-101.
27. LEVY, Haim & Marshall SARNAT. Financial decision making under uncertainty. New York: Academic Press, 1977, 301 p. ISBN 0124458505.
28. MARKOWITZ, Harry. Portfolio selection. *The journal of finance*. 1952, vol. 7, no. 1, pp. 77-91.
29. MARKOWITZ, Harry. M. (1968). *Portfolio selection: efficient diversification of investments*. Yale university press, 1968.

30. MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. Vyd. 1. Praha: Ekopress, 2002, s. 365-409. ISBN 80-86119-55-6.
31. Akademie investování. *Patria*. [online]. © 2013 [cit. 2015-06-15]. Dostupné z: <http://www.patria.cz>
32. PAVELKOVÁ, Drahomíra a Adriana KNÁPKOVÁ. *Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera*. Praha: Linde, 2005, 302 s. ISBN 80-86131-63-7.
33. POLOUČEK, Stanislav. *Peníze, banky, finanční trhy*. Vyd. 1. V Praze: C.H. Beck, 2009, 415 s. Beckovy ekonomické učebnice. ISBN 978-80-7400-152-9.
34. REJNUŠ, Oldřich. *Teorie a praxe obchodování s cennými papíry*. Vyd. 1. Praha: Computer Press, 2001, 257 s. Business books (Computer Press). ISBN 80-7226-571-7.
35. REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. Vyd. 1. Brno: Key Publishing, 2008, 559 s. Ekonomie (Key Publishing). ISBN 978-80-87071-87-8.
36. ČIŽINSKÁ, Romana a Mária REŽŇÁKOVÁ. *Mezinárodní kapitálové trhy: zdroj financování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2007, 222 s. Finance (Grada Publishing). ISBN 978-80-247-1922-1.
37. IGLESIAS-RODRÍGUEZ, Pablo. The Regulation of Cross-Border Clearing and Settlement in the European Union from a Legitimacy Perspective. *European Business Organization Law Review*. 2012, vol. 13, no. 3, pp. 441-474.
38. RŮČKOVÁ, Petra. *Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Grada, 2008, 120 s. Finanční řízení. ISBN 978-80-247-2481-2.
39. SHARPE, William F. *Investice*. 4. vyd. Praha: Victoria Publishing, 1994, 27, 810 s. ISBN 80-85605-47-3.
40. SIEGEL, Jeremy J. *Stocks for the Long Run: The Definitive Guide to Financial Market Returns and Long-Term Investment Strategies*. 3rd ed. New York: McGraw-Hill. p. 388. ISBN 978-0-07-137048-6.
41. SKALICKÁ, Hana. Zdaňování společností v Evropské unii - Nizozemí. In: *Daně a právo v praxi* [online]. 1. října 2010 [cit. 2012-06-16]. Dostupné z: <http://www.danarionline.cz/archiv/dokument/doc-d26641v35010-zdanovani-spolecnosti-v-evropske-unii-nizozemi/>
42. SMITH, Herbert. Financial regulatory developments. *Law and Financial Markets Review*. 2010, vol. 4, no. 6, pp. 605-618.
43. SOJKA, Zdeněk a Petr DOSTÁL. *Elliotovy vlny*. 1. vyd. Brno: Tribun EU, 2008, 272 s. ISBN 978-80-7399-630-7.

44. SPREMANN, Klaus und Pascal GANTENBEIN. *Finanzmärkte: Grundlagen, Instrumente, Zusammenhänge*. Konstanz: UTB, 2013. ISBN 978-3-8252-8516-6.
45. STARR, Ross M. *General equilibrium models of monetary economies: Studies in the static foundations of monetary theory*. Academic Press, 2014. ISBN 0126639701.
46. STATMAN, Meir. How many stocks make a diversified portfolio? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 1987, vol. 22, no. 3, pp. 353-363.
47. SVOBODA, Martin. *Jak investovat aneb anatomie burzovních lží*. Brno: Computer press, 2005, 198 s. ISBN 80-251-0527-X.
48. SYNEK, Miloslav a kol. *Podniková ekonomika*. Praha: C. H. Beck, 2006. ISBN 80-7179-892-4.
49. SYROVÝ, Petr a Tomáš TYL. *Osobní finance: 2. aktualizované vydání- řízení financí pro každého*. Praha: Grada Publishing a.s, 2014, 220 s. ISBN 978-80-247-4832-0.
50. WEYEL, Peter. *Harry M. Markowitz – Portfolio Theory and the Financial Crisis*. ISBN 978-3-640-89526-7.
51. WYMEERSCH, Eddy. The banking union's single supervisory mechanism and the securities business. *Journal of Securities Operations & Custody*. 2012, vol. 5, no. 3, pp. 1-7.

SEZNAM OBRÁZKŮ A GRAFŮ

Obrázek 3.1 Postup vypracování disertační práce	41
Obrázek 4.1 Dotazník.....	62
Graf 4.1 SPX Average implied correlation	45
Graf 4.2 ČEZ	57
Graf 4.3 Řešíte při investování do akcií optimalizaci do vašich kapitálových výnosů?.....	65
Graf 4.4 Investujete do dividendových akcií?.....	66

SEZNAM TABULEK

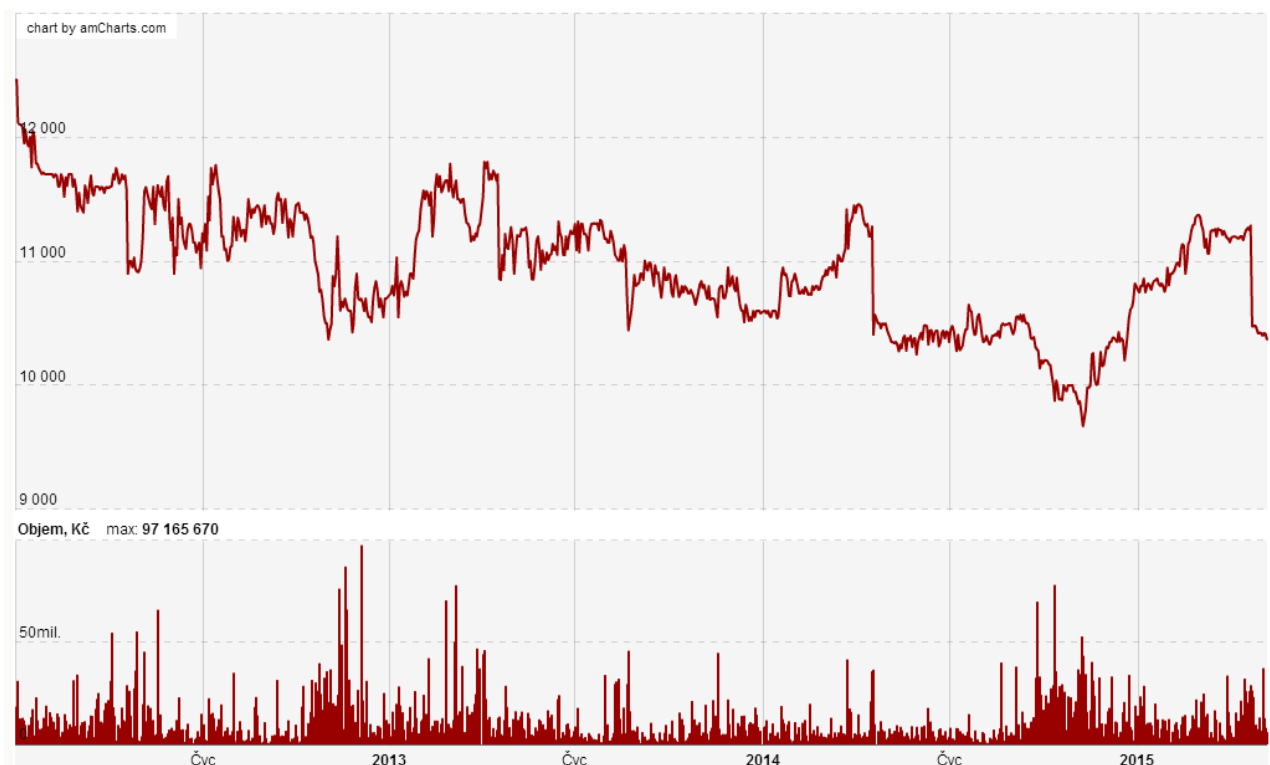
Tabulka 1.1 Ohodnocení telekomunikačních společností	21
Tabulka 4.1 Dividendy akcií obchodovaných na BCPP – dividendy za rok 2012	46
Tabulka 4.2 Dividendy za rok 2013.....	47
Tabulka 4.3 Dividendy za rok 2014.....	47
Tabulka 4.4 Model I. – rok 2012	49
Tabulka 4.5 Model I. – rok 2013	49
Tabulka 4.6 Model I. – rok 2014	50
Tabulka 4.7 Model I. – resumé	51
Tabulka 4.8 Model II.	52

SEZNAM POUŽITÝCH SYMBOLŮ A ZKRATEK

ATS – ISO označení pro rakouský šilink
BCPP – Burza cenných papírů Praha
CP – cenný papír
CZK – koruna česká
ČNB – Česká národní banka
ČR – Česká republika
DEM – zkratka ISO označení německé měny před zavedením eura
HDP – Hrubý domácí produkt
Index DJIA – ukazatel vývoje na akciovém trhu v USA
ISO – International Standard Organisation
P/E ratio – poměr mezi tržní cenou akcie a dosaženým čistým ziskem na akcii
PEG – poměr ceny a zisku k růstu
P/E – poměr ceny a zisku
P/B – poměr ceny a účetní hodnoty
P/S – poměr ceny a obratu
P/CF – poměr ceny a toku peněz
ROA – rentabilita aktiv
ROE – rentabilita vlastního kapitálu
ZDP – zákon o dani z příjmů

PŘÍLOHY

Příloha A Graf a tabulka Philipp Morris



Zdroj:

<http://www3.ekf.tuke.sk/konfera2010/zbornik/files/prispevky/KoreckoJaroslav.pdf>

Rok	Burza Praha			RM System		
	Kurz Min	Kurz Max	Objem	Kurz Min	Kurz Max	Objem
2015	10 370.00	11 372.00	981 481 386	10 399.90	11 349.00	89 826 402
2014	9 670.00	11 459.00	2 542 642 197	9 701.40	11 490.00	193 285 703
2013	10 443.00	11 800.00	2 417 189 126	10 575.00	11 849.00	118 682 038
2012	10 370.00	12 460.00	3 158 824 279	10 400.00	12 500.00	124 163 130

Zdroj:

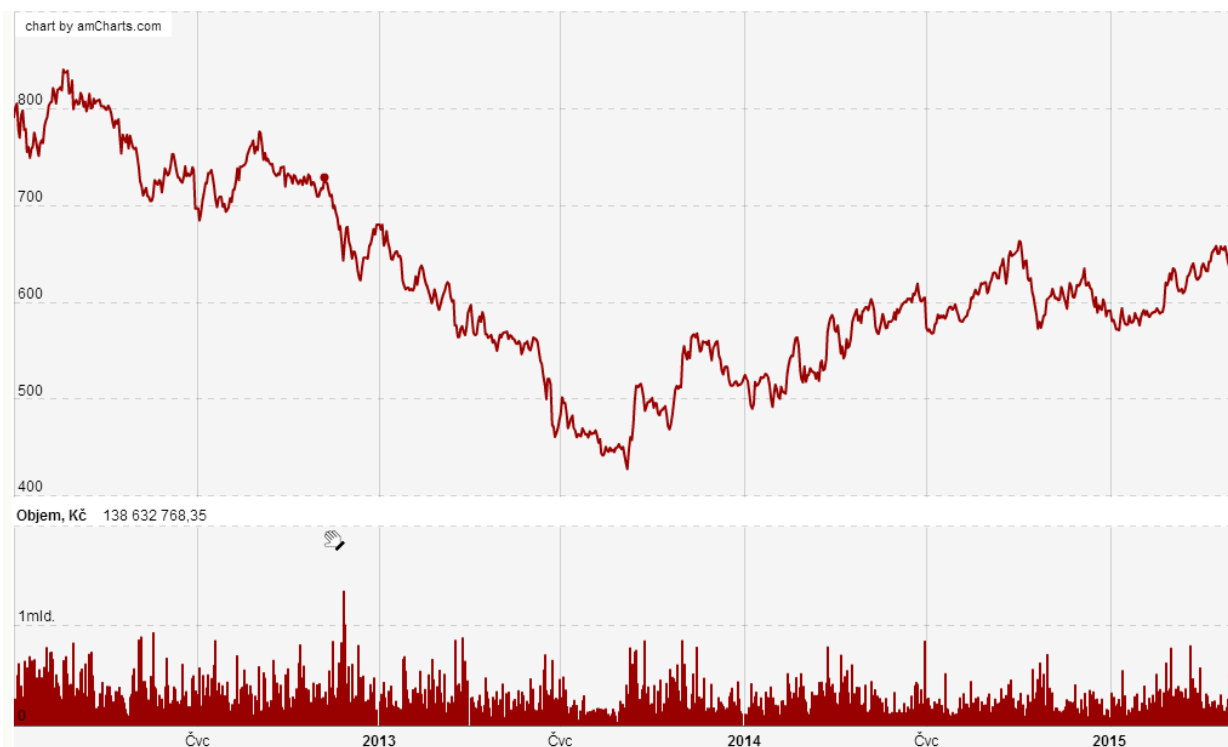
<http://www3.ekf.tuke.sk/konfera2010/zbornik/files/prispevky/KoreckoJaroslav.pdf>

Příloha B Graf a tabulka Komerční banka



Rok	Burza Praha			RM System		
	Kurz Min	Kurz Max	Objem	Kurz Min	Kurz Max	Objem
2015	4 590.00	5 667.00	21 187 171 207	4 606.00	5 650.00	158 330 614
2014	4 230.00	5 179.00	41 850 299 363	4 272.10	5 190.00	249 545 902
2013	3 400.00	4 810.00	46 296 130 128	3 429.00	4 810.00	432 453 349
2012	3 089.00	4 214.00	61 534 724 033	3 095.00	4 200.00	398 724 132

Příloha C Graf a tabulka ČEZu



Rok	Burza Praha			RM System		
	Kurz Min	Kurz Max	Objem	Kurz Min	Kurz Max	Objem
2015	571.00	658.00	23 640 272 881	570.60	657.20	287 736 393
2014	490.00	663.00	61 686 219 198	494.20	663.00	1 275 956 346
2013	428.00	680.00	64 824 226 673	429.00	680.00	1 344 570 983
2012	623.00	840.00	94 443 763 980	625.00	838.00	1 471 560 057

Příloha D Graf a tabulka VIG



Rok	Burza Praha			RM System		
	Kurz Min	Kurz Max	Objem	Kurz Min	Kurz Max	Objem
2015	977.50	1 172.00	1 009 629 318	984.50	1 161.90	18 548 687
2014	921.00	1 095.00	1 520 028 577	934.90	1 094.00	35 443 276

PUBLIKAČNÍ AKTIVITY AUTORA

Ondrčka, Pavel, Ondrčka Peter: *Makroekonomie-základy makroekonomické teorie*. Distanční studijní opora, Brno. VŠOH 2010 ISBN 978-80-87300-09-1

Lišková, D, Ondrčka, P.: Börsenwesen und fachlexik. In: *Zborník z medzinárodnej vedeckej konferencie*. Vyd, Ekonom 2012, ISBN 978-80-225-3454-3 str. 173-18

Ondrčka. P. (2015). *Portfolio cenných papírů a jeho optimalizace z daňového pohledu*. Žilina: Georg.

Ondrčka, Peter: Zdaňování výnosů z prodeje cenných papírů v české republice a ve vybraných zemích EU. *Ekonomické rozhledy ročník 2/2015*.

ODBORNÝ ŽIVOTOPIS AUTORA

Osobní údaje

Jméno a příjmení: Ing. Mgr. Peter Ondrčka

Adresa: Jungmannova 17/3
110 00 Praha 1

Telefon: +420 737369248

E-mail: plastico@seznam.cz

Vzdělání:

2008 - 2013

Paneurópska univerzita Fakulta práva, Bratislava

Specializace: Právo

1982 - 1986

Vysoká škola ekonomická, Bratislava

Specializace: Ekonomika zahraničného obchodu

Pracovní zkušenosti:

2002 - trvá

TROYA a.s., Praha, ČR

Výkonný ředitel

- developerské projekty, výstavba, prodej
- řízení a vedení hotelu - penzionu, marketing,
- obchodní činnost - export ocelových produktů
- investiční činnost správa majetku
- investice do cenných papírů, správa portfolia

1992 - 2002

PLASTICO s r.o., Praha, ČR

Výkonný ředitel

- obchodní činnost
- export polyetylénu Rakousko, SRN

1991 - 1992

DEUTSCHE PETRIMEX, Frankfurt, SRN

Vedoucí obchodní zástupce

- péče o zákazníky
- obchodní činnost export / import chemických produktů

1986 - 1992

PETRIMEX, Bratislava, SK

Vedoucí obchodní zástupce

- péče o zákazníky
- obchodní činnost

Kurzy a školení:

2014

Dokbat UTB Zlín Příspěvek a účast na konferenci

8/2011 - 9/2011

HOREKA

Hotelový management a marketing

6/2010 - 7/2010

Hampstead London School of Bussines

Intensive English

3/2010 - 6/2010

MAAS Training Media

Poradenství a Koučink

3/2009 - 6/2009

Burza Frankfurt – Akcie a investice

Cyrrus Praha- Fundamentální analýza akcií

Vědecká a pedagogická činnost

2013-2015

UTB Zlín Projekt IGA/FaME/2015/025: Potenciální možnosti růstu finanční výkonnosti komerční banky v kontextu úvěrového rizika SME a zákaznické spokojenosti

2012-2009

Přednášky na UTB Zlín Kapitálové trhy a jak investovat na kapitálových trzích

2008-2008

Přednášky Masarykova univerzita Brno Burza cenných papírů Praha a burza Frankfurt

Jazykové znalosti:

Anglický jazyk - aktivně

Německý jazyk - expert, tlumočení

Španělsky jazyk - pokročilý

Ruský jazyk - aktivně

Peter Ondrčka

**Optimalizace výnosu portfolia cenných papírů
z daňového pohledu**

Disertační práce

Vydala Univerzita Tomáše Bati ve Zlíně
Nám. T. G. Masaryka 5555, 760 01 Zlín

Náklad: 3 výtisky

Publikace neprošla jazykovou ani redakční úpravou.

Rok vydání 2016