

**JIHOČESKÁ UNIVERZITA V ČESKÝCH BUDĚJOVICÍCH**

**EKONOMICKÁ FAKULTA**

---

**Studijní obor:** Účetnictví a finanční řízení podniku

**Katedra:** Ekonomiky



**DIPLOMOVÁ PRÁCE**

**STANOVENÍ NÁKLADŮ NA KAPITÁL A JEJICH POUŽITÍ K  
VÝPOČTU EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY**

**Vedoucí práce:**

Ing. Martina Novotná, Ph.D.

**Autor:**

Bc. Nikoleta Bečvářová

---

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci na téma Stanovení nákladů na kapitál a jejich použití k výpočtu ekonomické přidané hodnoty vypracovala samostatně na základě vlastních zjištění a materiálů uvedených v seznamu literatury.

V Českých Budějovicích, 30. dubna 2008.

Bc. Bečvářová Nikoleta

Děkuji paní Ing. Martině Novotné, Ph.D. za odborné vedení a cenné metodické rady, které mi poskytla při tvorbě diplomové práce. Zároveň bych chtěla poděkovat Ing. Marii Hejlové za poskytnutí podkladových údajů pro praktickou část.

# OBSAH

<b>Úvod</b>	<b>3</b>
1.Kapitálová struktura podniku s aspektem na cenu jednotlivých složek kapitálu	5
1.1.Struktura kapitálu podniku	5
1.1.1. Vlastní kapitál	5
1.1.2. Cizí kapitál	7
1.2. Velikost kapitálu podniku závisí na mnoha okolnostech	11
2. Pojetí nákladů na kapitál a faktory je ovlivňující	13
2.1. Kapitálová struktura firmy	16
2.2. Náklady vlastního kapitálu	16
2.2.1. Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM)	17
2.2.2. Stavebnicové metody	19
2.2.3. Dividendový model	19
2.3.Náklady cizího kapitálu	19
3. Náklady na kapitál a jejich vliv na výkonnost podniku (ukazatel EVA)	20
3.1. Eva entity	21
3.2. Eva equity	23
<b>Cíl a metodika</b>	<b>26</b>
4. Charakteristika vybraného podniku s Jihočeského kraje z hlediska vývoje kapitálové struktury	29
4.1. Základní informace	29

4.2. Historie podniku	32
4.3. Obecná charakteristika	33
4.4. Výrobní činnosti	33
4.5. Charakteristika kapitálové struktury ČZ a.s.	34
5. Výpočet ekonomické přidané hodnoty v časové řadě 3 – 5 let	43
6. Zhodnocení výkonnosti podniku popř. doporučení pro její zvyšování	53
<b>Závěr</b>	<b>58</b>
<b>Summary</b>	<b>60</b>
<b>Seznam použité literatury</b>	<b>61</b>
<b>Seznam tabulek</b>	<b>63</b>
<b>Seznam grafů</b>	<b>65</b>
<b>Přílohy</b>	

## ÚVOD

Podnik je základním stavebním prvkem celého národního hospodářství. Představuje ekonomicko-právní subjekt, který vzniká seskupením výrobních činitelů za určitým hospodářským účelem, přičemž jeho prvotním motivem jeho existence je snaha o docílení zisku. Ten je dosahován uspokojováním zákaznických potřeb, a to prostřednictvím produkce výrobků, poskytování služeb a jejich prodejem konečným spotřebitelům. Z tohoto důvodu podnik vstupuje na trh, který tento oběh výrobků a služeb zajišťuje. Tržní chování je různé v závislosti na existujících podmínkách. Jinak se chová podnik v centrálně plánované ekonomice, jinak v podmínkách monopolu a samozřejmě jinak v konkurenčním prostředí.

Nástupem komunismu v roce 1948 došlo v tehdejší Československu k nastolení centrálně plánované ekonomiky a k likvidaci soukromého sektoru, čímž většina podniků byla znárodněna. Základní pilíř tvořil plán sestavovaný centrálními orgány, který určoval, co se má a nemá v podnicích vyrábět a také v jakém množství.

Řízení podniku je spojeno s ekonomickým rozhodováním, které podnikatel činí v podmínkách nejistého tržního prostředí. Podnikání je tudíž činnost spojená s rizikem a úkolem podnikatele je snížit riziko na únosnou míru. Riziko rozhodování spočívá v možnosti výběru špatné varianty řešení daného problému, takže dosáhnout požadovaného výsledku není vždy zaručeno. Úspěšnost volby správné varianty závisí na vývoji celé řady faktorů, které ale ne vždy přesně známe. Je tedy důležité si včas opatřit kvalitní a relevantní informace, jež nám napomohou vývoj těchto rizikových faktorů předpovědět a určit jejich dopad.

Vznik finanční analýzy byl zajisté dříve viděn v jednodušší podobě, než jak ji známe nyní. Za prvopočátky lze považovat rozbory a propočty obchodníků. Poté sloužila jako podklad pro posouzení úvěrové schopnosti podniků a po

hospodářské krizi se zaměřila také na likviditu. Následně přistupuje ještě zájem v oblasti rentability a hospodárnosti. Před rokem 1989 byly v podmínkách centrálně plánovaného hospodářství prováděny rozborů hospodaření, které se primárně zaměřovaly na kontrolu plnění plánů. Po tomto roce u nás došlo k přechodu k tržní ekonomice a finanční analýza tím nabyla zcela nového kabátu. Do pozadí ustupují do té doby preferované objemové kvantitativní ukazatele a do popředí se dostávají opomíjená kritéria efektivity.

V současné době je velmi důležitá znalost finanční situace podniku, která přispívá ke zkvalitnění finančního řízení. Důležité je připomenout, že vhodné pro posouzení výkonnosti podniku, a to zejména z pohledu majitele firmy, je ukazatel ekonomické přidané hodnoty. Jeho kladná hodnota nám signalizuje tvorbu bohatství pro majitele, neboť zabezpečuje výnosnost vlastního kapitálu přesahující jeho alternativní náklady. Neméně důležitým faktem je zaznamenání posunu od tradičního hodnocení k hodnotovému, které bude obsaženo a zpracováno v této práci.

# 1. KAPITÁLOVÁ STRUKTURA PODNIKU S ASPEKTEM NA CENU JEDNOTLIVÝCH SLOŽEK KAPITÁLU

Kapitálová struktura podniku je ve finanční teorii charakterizována jako struktura dlouhodobého kapitálu, ze které je financován dlouhodobý majetek, tj. fixní majetek i oběžný majetek. Ze statického hlediska je zachycena v části pasiv rozvahy jako stav k určitému datu. Z dynamického hlediska ukazuje složení dlouhodobého kapitálu, ze kterého je financován přírůstek dlouhodobého majetku (investic) za určité období. Někteří autoři do kapitálové struktury zahrnují i stálou část krátkodobých dluhů.

Dále se můžeme setkat s charakteristikou kapitálové struktury jako mixu dlouhodobých fondů používaných ve firmě. Kdy optimální kapitálová struktura je takový mix dlouhodobých fondů, které minimalizují celkový náklad kapitálu. Cílem řízení kapitálové struktury je taková skladba stálých zdrojů financování, která bude minimalizovat náklady kapitálu, a maximalizovat tak cenu kmenových akcií společnosti.

## 1.1. Struktura kapitálu podniku

### 1.1.1. Vlastní kapitál

Vlastní kapitál je kapitál, který patří majiteli (majitelům) podniku. Je hlavním nositelem podnikatelského rizika. Vlastní kapitál není stálou veličinou, ale mění se podle výsledků hospodaření v příslušném období (SYNEK a kol. 2000).

Vlastní kapitál podniku jednotlivce tvoří peněžité i nepeněžité vklady. Jeho výše se mění podle hospodaření v daném roce. Pokud podnik dosahuje zisku, může ho majitel použít na navýšení kapitálu. Ztráta běžného účetního období i



neuhrazená ztráta minulých let naopak způsobuje snižování kapitálu společnosti.

Vlastní kapitál se člení na několik položek:

- **základní kapitál** – tvoří peněžité i nepeněžité vklady společníků. Ve společnosti s ručením omezeným a v akciové společnosti se vytváří povinně a jeho výše se zapisuje do obchodního rejstříku. V akciové společnosti vzniká základní kapitál vydáním akcií v nominální ceně. Představuje víceméně pevnou část vlastního kapitálu.
- **kapitálové fondy** - představují externí kapitál. Jejich podstatnou část tvoří emisní ážio, tj. kladný rozdíl mezi skutečně dosaženou prodejní cenou akcií a jejich cenou nominální při upisování. Dále se mohou kapitálové fondy tvořit z darů, dotací na pořízení stálého majetku, bezplatné převzetí majetku, rozdíly v přecenění majetku či kapitálových účastí.
- **rezervní fond, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku** - jsou tvořené interně ze zisku. Vytvářejí se přímo ze zákona nebo je jejich vznik předepsán stanovami společnosti. Slouží podniku jako pojistka proti nepředvídaným rizikům v podnikání, tedy ke krytí ztrát a k překonání nepříznivého průběhu hospodaření společnosti.
- **nerozdělený výsledek hospodaření minulých let** – jedná se o část zisku po odvodu daní, která se nerozděluje mezi majitele, ale slouží k dalšímu podnikání. Nerozdělený zisk se přiděluje různým rezervním fondům. Je tedy ovlivněn:
  - ziskem z běžného období,
  - dividendami vyplacenými akcionáři,

- daní ze zisku,
  - tvorbou rezerv.
- **výsledek hospodaření běžného účetního období** – jde o část zisku po odvodu daní

Cena vlastního kapitálu se obvykle chápe jako požadovaná výnosnost kapitálu vloženého do firmy, která je závislá na rizikovosti jejího podnikání. Čím je tato rizikovost vyšší, tím požadují vlastníci vyšší zhodnocení kapitálu vloženého do firmy, a tím jsou také náklady (cena) vlastního kapitálu vyšší.

Dividendy nevyjadřují odčitatelnou položku pro zdanění zisku. Vlastní kapitál je oceněn účetní (historickou) hodnotou. Ovšem skutečná (tržní) hodnota může být zcela jiná. Firmy, jejichž akcie jsou obchodovány na burze, zjistí skutečnou hodnotu jako součin tržní ceny jedné akcie a počtu akcií.

Tržní hodnotu firmy zjistíme, přičteme-li k tržní hodnotě vlastního kapitálu tržní hodnotu cizího kapitálu. Takto můžeme ocenit podnik, jehož akcie jsou veřejně obchodovatelné. Tržní cena akcií totiž vyjadřuje budoucí výnosy, které investoři očekávají.

### 1.1.2. Cizí kapitál

Cizí kapitál je dluhem (závazkem) podniku, který musí podnik v určené době splatit. Podle této doby jej rozdělujeme na krátkodobý cizí kapitál (je poskytován na dobu jednoho roku) a dlouhodobý cizí kapitál (je poskytován na dobu delší než jeden rok), (SYNEK a kol. 2000). Cizí kapitál je pro většinu podniků důležitým zdrojem financování a málokterý podnik se bez něj obejde.

### Položky cizího kapitálu:

- **rezervy** – jsou určeny k financování nepředvídaných výdajů v budoucnosti (např. oprav budov a zařízení, kursových ztrát, nedobytných pohledávek atd.) a kryje se jimi riziko podnikání. Vytvářejí se na vrub nákladů, čímž se liší od rezervních fondů, které jsou tvořeny ze zisku,
- **dlouhodobé závazky** - Jako dlouhodobé cizí závazky vystupují ty, které jsou splatné za dobu delší než jeden rok. Tvoří je dlouhodobé úvěry, vydané emitované obligace, dlouhodobé zálohy od odběratelů, dlouhodobé směnky či jiné dlouhodobé závazky,
- **krátkodobé závazky** - zahrnují závazky splatné do jednoho roku. Patří mezi ně krátkodobé bankovní úvěry, dodavatelské úvěry, půjčky, částky dosud nevyplacených mezd a platů, nezaplacené daně, výdaje příštích období, dlužné akcie aj.,
- **bankovní úvěry a výpomoci** – bankovní úvěry zahrnují dlouhodobé úvěry (splatnost delší než 1 rok), běžné úvěry krátkodobé a úvěry na eskontované směnky. Mezi krátkodobé úvěry zahrnujeme emitované krátkodobé obligace, komerční cenné papíry aj.

Cizí kapitál není poskytován zadarmo. Nákladem použití je úrok a další výdaje spojené s jeho získáním (např. provize, bankovní aj. poplatky), které musí uživatel zaplatit. I přes tyto náklady je obvykle levnější než kapitál vlastní. Přitom platí, že krátkodobý kapitál je levnější než dlouhodobý, jelikož s prodlužováním časového horizontu roste riziko a současně s ním roste

požadovaná výnosnost investovaného kapitálu. Nejdražší je kapitál získaný emisí akcií (není splatný nikdy, proto je pro společnost nejméně rizikový).

Dále cenu cizího kapitálu ovlivňuje systém zdanění podniku. Úroky z úvěru a obligací vyjadřují odčitatelnou položku pro zdanění zisku a jsou pro podnik levnější. Dochází tedy ke snížení ceny cizího kapitálu pro podnik. Pokud náklady kapitálu musí podnik hradit až ze zisku po zdanění, jsou pro podnik dražší. Tak je tomu u dividend, které podnik musí uhrazovat akcionářům až ze zisku po zdanění.

Nově dle novely Zákona o daních z příjmů za výdaj na dosažení, zajištění a udržení příjmů nelze uznat poměrnou část finančních výdajů, které se vztahují k úvěrům a půjčkám a které splňují alespoň jednu z pěti podmínek uvedených v tomto zákoně, přičemž každá podmínka se posuzuje samostatně. Toto se nevztahuje na poplatníky, burzu cenných papírů a finanční výdaje, které v úhrnu za zdaňovací období nebo období, za něž se podává daňové přiznání nepřevyšují 1 mil. Kč (ZÁKON A DANÍCH Z PŘÍJMŮ § 25).

Následně tuto cenu ovlivňuje i stupeň rizika, které podstupuje věřitel (investor). Čím větší riziko dodavatel kapitálu podstupuje, tím vyšší cenu za příslušný kapitál požaduje (VALACH 1999).

Posuzování vlastního a cizího kapitálu je významným problémem formování kapitálové struktury podniku. Jde především o závislost nákladů spojených se získáním příslušného druhu kapitálu. Ve státech s rozvinutou tržní ekonomikou se používá mnohem více forem dluhového, ale i vlastního financování.

#### Formy dluhového financování:

- dlouhodobé financování (průmyslové obligace, konvertibilní dlužní úpisy, opční dlužní úpisy, ziskové dlužní úpisy, půjčky na zástavní listy, požitkové a participační listy),
- leasing (operační, finanční),

- krátkodobé financování (dodavatelský úvěr, kontokorentní úvěr, směnečný úvěr, lombardní úvěr, záruční úvěr, faktoring, rembousní úvěr, negociační úvěr, forfaiting), inovované (půjčky s nulovým kupónem, proměnlivé úročené půjčky, půjčky s dvojí měnou aj.), (WÖHE 1995).

Podniky vytvářet i tzv. tiché (skryté, latentní) rezervy. Vznikají vyšším oceněním dluhů a nižším oceněním aktiv, než je jejich skutečná cena, ale jen v rámci stanovených předpisů pro oceňování.

#### Důvody použití cizího kapitálu:

- podnikatel nemá dostatek vlastního kapitálu k založení podniku (může si přibrat společníka, založit akciovou společnost, družstvo, toto omezuje jeho pravomoci a je to dražší než bankovní úvěr),
- podnikatel nemá potřebným kapitál v době, kdy jej potřebuje (např. při nákupu surovin, strojů),
- použitím cizího kapitálu nevznikají poskytovateli žádná práva v přímém řízení podniku,
- cizí kapitál je většinou levnější než vlastní kapitál a jeho použití tedy zvyšuje rentabilitu podniku.

#### Proti neúměrnému použití cizího kapitálu stojí následující skutečnosti:

- cizí kapitál zvyšuje zadluženost podniku a tím snižuje jeho finanční stabilitu, při velkém rozsahu dluhů roste nebezpečí bankrotu a to zvláště v období poklesu výroby (recese),

- každý další dluh je dražší a je obtížnější jej získat, jelikož potenciální věřitelé se obávají o svůj kapitál v případě likvidace zadluženého podniku
- vysoký podíl cizího kapitálu omezuje jednání managementu.

## 1.2. Velikost kapitálu podniku závisí na mnoha okolnostech

- velikosti podniku, globálně platí, že čím větší podnik, tím větší kapitál vyžaduje,
- rychlosti obratu kapitálu – čím rychlejší obrat, tím menší kapitál,
- stupni mechanizace, automatizace, robotizace – čím vyšší použití techniky, tím větší kapitál,
- organizaci odbytu atd.

Určení velikosti kapitálu v podniku je velice důležité, neboť nedostatek i přebytek kapitálu je ekonomicky neefektivní.

Pokud má podnik kapitálu přebytek, nedokáže ho využít hospodárně a tím dochází ke ztrátám. Při opačné situaci dochází k poruchám chodu podniku, což může vést až ke konečnému krachu podniku. K tomu často dochází tehdy, pokud podnik rozšiřuje svou výrobu a prodej a nezajistí dostatečné krytí. Podnik se zadlužuje u svých dodavatelů, dlouhodobý majetek kryje krátkodobým cizím kapitálem a dostává se do platební neschopnosti.

Má-li podnik kapitálu více než potřebuje, je jeho využití neekonomické, říkáme, že podnik je **překapitalizován**. Dochází k tomu tehdy, je-li dlouhodobým kapitálem kryt i oběžný majetek.

Má-li podnik kapitálu méně, způsobuje to poruchy v chodu podniku, říkáme, že podnik je **podkapitalizován**. K tomu často dochází v období expanze podniku,

kdy podnik rozšiřuje svou výrobu, čímž rostou aktiva, která nejsou kryta. Dochází k tomu, že krátkodobým kapitálem je kryt dlouhodobý majetek (SYNEK 2002).

Poměr mezi vlastním a cizím kapitálem závisí na:

- odvětví, ve kterém podnik pracuje - v průmyslových podnicích většinou převládá vlastní kapitál, zatímco u peněžních podniků je to kapitál cizí, u obchodních podniků dochází k rovnovážnému poměru 50 : 50,
- na struktuře majetku, jelikož čím vyšší podíl dlouhodobého majetku, tím vyšší podíl vlastního,
- na subjektivním postoji podnikatele nebo manažerů,
- na úrokové míře bank,
- na výnosnosti podniku - čím je vyšší výnosnost podniku, tím větší cizí kapitál a vyšší úrokovou míru si může dovolit,
- na stabilitě tržeb a zisku, jelikož podnik s rostoucími tržbami a ziskem si může dovolit větší zadlužení, naopak podnik s odbytovými potížemi musí další úvěr pečlivě zvážit.

## 2. POJETÍ NÁKLADŮ NA KAPITÁL A FAKTORY JE OVLIVŇUJÍCÍ

Náklady kapitálu představují pro podnik výdaj, který musí zaplatit za získání různých forem kapitálu (tj. za získání např. různých forem dluhů, akciového kapitálu, nerozděleného zisku apod.) použitých na financování nových investic (VALACH 2001).

Vyjadřují se v procentech z hodnoty vloženého kapitálu a někdy se pro jejich označení používá také termín „cena kapitálu“.

Dále mohou být náklady kapitálu definovány jako míra výnosu, požadovaná investory, kteří vkládají peníze do podniku. Z tohoto vyplývá, že náklady kapitálu jsou určovány kapitálovým trhem a úzce souvisí s mírou rizika, kterou investor podstupuje svým investováním (VALACH 2001).

Náklady kapitálu firmy se určují jako vážený průměr nákladů vlastního kapitálu a nákladů cizího úplatného kapitálu, kde jako váhy vystupují podíly vlastního a cizího úplatného kapitálu na součtu těchto dvou složek firemního kapitálu (KISLINGEROVÁ 2004).

### **Náklady kapitálu podniku je třeba rozlišovat na:**

- náklady jednotlivých druhů podnikového kapitálu
- průměrné náklady celkového podnikového kapitálu

### **ad) náklady jednotlivých druhů podnikového kapitálu**

Jedná se o výdaj, který podnik musí zaplatit za získání kapitálu (např. náklady prioritního kapitálu, náklady dluhu apod.)



Náklady jednotlivých druhů kapitálu závisí na třech hlavních faktorech:

- době splatnosti kapitálu,
- stupni rizika, které věřitel podstupuje,
- způsobu úhrady nákladů kapitálu podnikem.

Bereme-li v úvahu všechny uvedené faktory, můžeme seřadit jednotlivé druhy kapitálu jako:

- **nejlevnější** je krátkodobý dluh (tj. krátkodobý cizí kapitál – např. obchodní a bankovní úvěr), protože má krátkou dobu splatnosti, riziko věřitele je relativně nejmenší a úrok z cizího kapitálu je součástí nákladů podniku,
- **dražší** je střednědobý a dlouhodobý dluh, protože má delší dobu splatnosti, riziko věřitele stoupá; úrok přitom snižuje základ zdanění zisku,
- **nejdražší** je základní akciový kapitál, protože jeho splatnost je neomezená (nulová) a hodnota akciového kapitálu se nevrací, riziko akcionáře je podstatně vyšší než riziko věřitelů a z tohoto důvodu akcionáři požadují dividendu vyšší než je úrok, který by získali mnohem bezpečnějším uložením peněžních prostředků do finančních investic, navíc dividendy se nemohou zahrnovat do nákladů a nesnižují tedy daňový základ.

Ovšem pokud porovnáváme jednotlivé druhy kapitálu z hlediska jejich riskantnosti pro uživatele, potom je akciový kapitál nejméně riskantním a nejbezpečnějším zdrojem financování, protože nevyžaduje splacení,

nevyžaduje stálé úrokové platby bez ohledu na dosažený zisk. Za toto ovšem uživatel platí nejvyšší cenu.

Cizí kapitál, pokud není ve formě obligací nebo jiných obchodovatelných cenných papírů, má při oceňování položek strany pasiv účetní (nominální) hodnotu. Obligace se obchodují za tržní cenu, která je závislá na jejich nominální ceně a výši úroku.

#### ad) průměrné náklady celkového podnikového kapitálu

Průměrné náklady celkového podnikového kapitálu jsou průměrný výdaj, který podnik musí zaplatit za získání všech druhů kapitálu.

Jsou proto závislé:

- na nákladech jednotlivých druhů kapitálu,
- na podílu jednotlivých druhů kapitálu na celkovém kapitálu podniku.

Vážené náklady na kapitál se počítají dle vzorce:

$$\mathbf{WACC = (NCK * CK / CEL. K) + (NVK * VK / CEL. K)}$$

kde:

WACC = náklady celkového kapitálu,

NCK = náklady cizího kapitálu,

CK = cizí úročený (zpoplatněný) kapitál,

CEL. K = celkový investovaný kapitál (vlastní i cizí),

NVK = náklady vlastního kapitálu,

VK = vlastní kapitál.

Abychom tedy stanovili náklady kapitálu firmy, je třeba určit:

- kapitálovou strukturu firmy,
- náklady vlastního kapitálu,
- náklady cizího kapitálu.

## 2.1. Kapitálová struktura firmy

Kapitálová struktura je zachycena v části pasiv rozvahy firmy. Někdy se používá zjednodušená a nepřesná charakteristika kapitálové struktury jako „směsice různých cenných papírů firmy“. Nepřesnost takového vymezení kapitálové struktury je dvojího charakteru:

- kapitálová struktura nezachycuje jen kapitál ve formě emitovaných cenných papírů, ale také kapitál ve formě dlouhodobých bankovních úvěrů, rozděleného zisku, dlouhodobých závazků vůči dodavatelům apod.,
- v kapitálové struktuře nejde o všechny cenné papíry, s nimiž podnik přichází do styku, ale jen o firmou emitované cenné papíry, nakoupené cenné papíry jsou přirozeně součástí majetku podniku.

## 2.2. Náklady vlastního kapitálu

Pro výpočet nákladů vlastního kapitálu je důležité identifikovat, jaké akcie společnost emitovala, zda se základní kapitál vytváří pouze kmenovými akciemi nebo zda byly emitovány i prioritní akcie (KISLINGEROVÁ 2004).

Koncept vlastních nákladů má však obecně dvě podoby:

- náklady kapitálu jako finanční náklad,
- náklady kapitálu jako náklady příležitosti.

Finanční pojetí nákladů kapitálu může u akciových společností zahrnovat dividendy, náklady na zvyšování kapitálu a za určitých okolností náklady plynoucí z likvidace podniku. V případě minimálních dividend a neohrazeného trvání podniku není tento pohled z hlediska finančního rozhodování příliš podstatný.

Pohlíželi-li se na náklady kapitálu z pohledu investora (vlastníka), dostáváme se k pojetí nákladů kapitálu jako nákladů příležitosti (MAŘÍKOVÁ, MAŘÍK 2001).

Náklady kapitálu jako náklady příležitosti lze vypočítat pomocí třech způsobů:

- oceňování kapitálových aktiv (CAPM),
- stavebnicové metody,
- dividendový model.

### 2.2.1. Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM)

Nejznámější metodou je metoda CAPM – Capital Assets Pricing Model. Základní tvar modelu CAPM udává rovnice:

$$r_e = r_f + \beta * (r_m - r_f)$$

kde:

$r_e$  = požadovaná míra výnosu akcionáře,

$r_f$  = bezriziková úroková míra ,

$\beta$  = systematické riziko vyjadřující citlivost investice na změnu výnosové míry z tržního portfolia,

$r_m - r_f$  = prémie za riziko akcionáře, kde  $r_m$  je očekávaný výnos celého trhu.

Požadovaná míra výnosu tedy závisí na bezrizikové úrokové míře, prémii za tržní riziko a faktoru  $\beta$ . Bezrizikovou úrokovou míru určuje výnos státních dluhopisů, většinou s desetiletou dobou splatnosti. Prémie za tržní riziko je vypočtena jako rozdíl očekávaného výnosu celkového trhu a bezrizikové premie. Očekávaný výnos celkového trhu přitom musíme odhadnout z minulých hodnot dosažených na kapitálových trzích. Beta je vyjádřením úrovně jednotlivého cenného papíru, a to relativně k riziku kapitálového trhu jako celku (MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M., 2001).

Koeficient beta je možné odhadnout pomocí:

- historického  $\beta$  – jedná se o základní postup, kdy zjišťujeme regresní závislost mezi výnosy akcie sledovaného podniku a výnosy trhu jako celku; regresní koeficient poté použijeme jako koeficient  $\beta$ ,
- metody analogie – používáme především u podniků, které nejsou veřejně obchodované, přičemž vycházíme z beta podobných obchodovaných podniků; vliv případných odlišností se do  $\beta$  promítá expertním odhadem,
- odhadu  $\beta$  na základě analýzy faktorů – tento postup se prosazuje zejména v praxi západních firem; základní struktura modelu CAPM zůstává zachována, koeficient  $\beta$  se však stanovuje na základě významných faktorů, kterými jsou především provozní páka, finanční páka a oblast podnikání.

### 2.2.2. Stavebnicové metody

Existuje velké množství variant stavebnicové metody, které se liší především v tom, jak vymezují hlavní rizikové faktory. Podstata všech metod však zůstává stejná. Výsledná kalkulovaná úroková míra je součtem výnosnosti bezrizikových cenných papírů a přírážky za riziko.

### 2.2.3. Dividendový model

Tento model vychází z představy, že je hodnota akcie dána současnou hodnotou očekávaných budoucích příjmů. Náklad vlastního kapitálu tedy odpovídá požadované výnosnosti akcií. Ta může být určena pouze v případě, známe-li aktuální tržní cenu akcie a dokážeme-li odhadnout dividendový výnos pro příští rok včetně tempa růstu.

## 2.3. Náklady cizího kapitálu

Jednodušší než stanovení nákladů vlastního kapitálu je určení nákladů cizího kapitálu. Důvod spočívá v tom, že zatímco náklady cizího kapitálu jsou účetní kategorií (např. v podobě nákladových úroků), u nákladů vlastního kapitálu tomu tak není. U většiny složek cizího kapitálu (především bankovní úvěry, finanční výpomoci a ostatní úročené závazky) jsou jejich náklady dány úrokovou sazbou zadávanou uživatelem. Náklady cizího kapitálu se pak stanoví jako vážený průměr nákladů jednotlivých složek cizího úplatného kapitálu, kde jako váhy vystupují podíly těchto složek na celkovém objemu cizího úplatného kapitálu.

### 3. NÁKLADY NA KAPITÁL A JEJICH VLIV NA VÝKONNOST PODNIKU (UKAZATEL EVA)

Při určování nákladů kapitálu je nezbytné rozlišovat dva případy:

- EVA – entity (tj. metoda brutto),
- EVA – equity (tj. metoda netto).

Ukazatel EVA je moderním nástrojem hodnocení hospodářské činnosti podniku. Zkratka EVA vznikla z anglického výrazu „**economic value added**“, v překladu ekonomická přidaná hodnota. Ekonomickou přidanou hodnotu můžeme definovat jako čistý provozní zisk podniku zmenšený o náklady veškerého použitého kapitálu.

Ukazatel EVA měří, jak společnost za dané období přispěla svými aktivitami ke zvýšení či snížení hodnoty pro své vlastníky. Koncept EVA je v současnosti využíván řadou společností. Jeho největší výhodou pro manažery je, že umožňuje spojit veškeré plánování, rozhodování a činnost všech zaměstnanců pouze s jedním ukazatelem, a to s maximalizací EVA.

V oblasti měření výkonnosti podniku si tento ukazatel také získal oblibu, především díky své komplexnosti a relativní jednoduchosti. Ve srovnání s ukazateli založenými na rentabilitě kapitálu vykazuje EVA zásadní odlišnosti:

- vychází ze zisku v ekonomickém pojetí,
- zahrnuje pouze výnosy a náklady spojené s hlavní činností podniku,

- při výpočtu nákladů kapitálu bere v úvahu pouze kapitál, který je vázán v aktivech využívaných v hlavní podnikatelské činnosti,
- EVA je absolutním ukazatelem a samostatně využitelným kritériem pro hodnocení výkonnosti, tudíž nepotřebuje srovnávací standard.

### 3.1. EVA entity

Je případ považovaný zpravidla za základní. NOPAT zahrnuje jak výsledek hospodaření použitelný pro akcionáře, tak i úroky z cizího kapitálu, tj. výnosy věřitelů. Jak jsou stanoveny výsledky, tak musí být určovány i požadavky. Výši a strukturu požadavků určují průměrné vážené náklady kapitálu (MAŘÍK, MAŘÍKOVÁ 2005). EVA entity je poměrně složitý a zdlouhavý proces, jelikož NOPAT zahrnuje nespočetné úprav jak v rozvaze, tak ve výkazu zisku a ztrát. Každý podnik si tyto úpravy dělá dle svého uvážení, tudíž postup je velmi individuální.

$$\mathbf{EVA = NOPAT - WACC * C,}$$

nebo-li

$$\mathbf{EVA = EBIT * (1 - t) - WACC * C}$$

kde:

EBIT = zisk před úroky a zdaněním,

NOPAT (Net Operating Profit After Taxes) = zisk z hlavní činnosti po zdanění,

C = kapitál vázaný v aktivech, která jsou využívána v hlavní činnosti,

t = daňová sazba,



WACC (Weighted Average Cost of Capital) = průměrné vážené náklady na kapitál.

(PAVELKOVÁ,D., KNÁPKOVÁ, A., 2005).

Zisk z hlavní činnosti po zdanění (NOPAT) představuje hospodářský výsledek vygenerovaný hlavní činností firmy. Pro určení NOPATu vycházíme např. z provozního výsledku hospodaření, který je však nutno upravit. Do zisku z hlavní činnosti nezahrnujeme např. zisky (ztráty) z prodeje dlouhodobého majetku a zásob, neboť mají povahu mimořádných položek a nesouvisí s hlavní činností firmy. Ze stejného důvodu se do NOPATu nezapočítávají ani ostatní náklady a výnosy. Musíme zvážit také tvorbu a čerpání tichých rezerv, které vznikají při tvorbě nadměrných rezerv nebo díky odpisové politice. Další specifickou položkou je leasing a ostatní provozní nájmy, u nichž postup konkrétních úprav záleží na způsobu účtování ve finančním účetnictví. NOPAT představuje zdaněný operativní zisk, a proto je nutné opravit výši daně (např. vyjdeme z konkrétní daňové sazby a o tu snížíme zisk z hlavní činnosti).

Investovaný zpoplatněný kapitál (C) představuje hodnotu všech finančních zdrojů, které do podniku vložili investoři. Existují dvě rovnocenné metody jeho výpočtu – přes aktiva nebo přes pasiva. V první řadě se jedná o součet stálých aktiv v zůstatkových cenách a pracovního kapitálu. V druhém případě se investovaný kapitál rovná sumě účetní hodnoty vlastního kapitálu a úročených závazků. Stejně jako u NOPATu se i k výpočtu investovaného kapitálu váží úpravy, jejich cílem je zvýšit vypovídací schopnost tohoto ukazatele. Proto je vhodné začlenit do investovaného kapitálu i aktiva, která v rozvaze chybí (zejména majetek pronajatý formou leasingu nebo nájem).

### 3.2. EVA equity

Je druhý model výpočtu ekonomické přidané hodnoty, kde nároky, a tedy diskontní míra budou vyjádřeny pouze na úrovni nákladů vlastního kapitálu. NOPAT v tomto případě musí být snížen o placené úroky.

S ukazatelem EVA také pracuje model INFA, který je příkladem pyramidové soustavy ukazatelů. Pomocí dekompozice přírůstku EVA můžeme stanovit jednotlivé faktory ovlivňující tvorbu hodnoty. V modelu je výchozí tento vztah, který také bude použit v praktické části této diplomové práce.

$$\text{EVA} = (\text{ROE} - r_e) * \text{VK}$$

kde:

ROE = rentabilita vlastního kapitálu,

$r_e$  = alternativní náklad vlastního kapitálu,

VK = vlastní kapitál.

(KISLINGEROVÁ, E., NEUMAIEROVÁ, I., 2000)

Nejpracnější a také nejvíce problematickou částí výpočtu ukazatele EVA jsou alternativní náklady vlastního kapitálu ( $r_e$ ). Jejich hodnotu lze stanovit dle následující metodiky.

$$r_e = r_f + r_{\text{podnik}} + r_{\text{finstr}} + r_{\text{finstab}} + r_{\text{LA}}$$

kde:

$r_f$  = sazba bezrizikového aktiva,

$r_{\text{podnik}}$  = přírážka za výši podnikatelského rizika,

$r_{finstr}$  = přírážka za riziko plynoucí z kapitálové struktury,

$r_{finstab}$  = přírážka za riziko, že podnik nebude schopen splácet své závazky,

$r_{LA}$  = riziková přírážka za nedostatečnou likvidnost akcie,

(NEUMAIEROVÁ, NEUMAIER 2002).

Jednotlivé rizikové přírážky jsou závislé na hodnotách některých finančních ukazatelů. Lze postupovat například takto:

- **bezrizikovou sazbu ( $r_f$ )** je možné stanovit pomocí výnosu státních pokladničních poukázek, popř. pomocí úrokové sazby PRIBOR,

- **sazba  $r_{LA}$**  je dána velikostí vlastního kapitálu (VK):

- je-li VK > 3 mld. Kč, potom  $r_{LA} = 0\%$ ,

- je-li VK < 100 mil. Kč, potom  $r_{LA} = 5\%$ ,

- je-li VK > 100 mil. Kč, ale < 3 mld. Kč, použije se propočet

$$r_{LA} = (3 - VK)^2 / 168,2,$$

- **sazba  $r_{podnikatelské}$** , charakterizující produkční sílu podniku, je stanovena následně:

- je-li  $EBIT/aktiva < ((úroky/(bank.úvěry+obligace)) * ((VK+bank.úvěry + obligace)/aktiva)$ , potom  $r_{podnikatelské} = 10\%$ ,

- je-li  $EBIT /aktiva > ((úroky/(bank.úvěry+obligace))* ((VK+bank.úvěry + obligace)/aktiva)$ , potom  $r_{podnikatelské} =$

minimální,

- je-li  $0 < (\text{EBIT}/\text{aktiva}) < ((\text{úroky}/(\text{bank.úvěry} + \text{obligace})) * ((\text{VK} + \text{bank.úvěry} + \text{obligace})/\text{aktiva}))$ , potom  $r_{\text{podnikatelské}} = (X_1 - (\text{EBIT}/\text{aktiva}))^2 / 10 * X_1^2$

kde  $X_1 = ((\text{úroky}/(\text{bank.úvěry} + \text{obligace})) * ((\text{VK} + \text{bank.úvěry} + \text{obligace})/\text{aktiva}))$ ,

- **sazbu  $r_{\text{finstab}}$**  charakterizující vztah mezi aktivy a pasivy stanovujeme takto:

- je-li běžná likvidita firmy  $> 1,5$  potom  $r_{\text{FinStab}} = 0\%$ ,
- je-li běžná likvidita firmy  $< 1$ , potom  $r_{\text{FinStab}} = 10\%$ ,
- je-li běžná likvidita firmy  $> 1$ , ale  $< 1,5$ , propočte se následujícím způsobem:

$$r_{\text{finstab}} = (1,5 - \text{běžná likvidita})^2 / 10 * (2,5 - 1)^2,$$

- **sazba  $r_{\text{FinStr}}$**  plyne z finanční struktury a je dána ukazatelem úrokového krytí:

- je-li úrokové krytí  $> 3$ , potom  $r_{\text{finstr}} = 0\%$ ,
- je-li úrokové krytí  $< 1$ , potom  $r_{\text{finstr}} = 10\%$ ,
- je-li  $1 < \text{úrokové krytí} < 3$ , potom  $r_{\text{finstr}} = (3 - \text{úrokové krytí})^2 / 40$ .

## CÍL A METODIKA

Cílem této diplomové práce je provést charakteristiku kapitálové struktury v podmínkách vybraného podniku, dále posoudit cenu jednotlivých složek kapitálu a zhodnotit různá pojetí nákladů na kapitál. Neméně významným a hlavním cílem je výpočet economic value added v konkrétním podniku pomocí nákladů na kapitál. Tato metoda hodnocení činnosti podniku je relativně nová, ovšem ve světě velmi populární a také si získala nemálo příznivců. Nic však není dokonalé a ve světě se objevují i hlasy kritiky. Výhodou ekonomické přidané hodnoty je její přínos v tom, že hodnotí přidanou hodnotu té činnosti, pro kterou byl podnik založen. A to bez ohledu na to, zda vytváří nehmotnou službu nebo hmotné výkony. Navíc zohledňuje obchodní a finanční riziko, s kterým je spjata požadovaná výnosnost investorů.

Pro charakteristiku kapitálové struktury určitého podniku se využívá celá řada ukazatelů. Potřebné údaje o dílčích složkách kapitálu byly převzaty z účetních výkazů, především z rozvahy a dále z výkazu zisku a ztráty ve sledovaném období 2003-2006. Jednotlivé kapitálové části jsou předmětem podrobnějšího zkoumání, jehož cílem je zaujmout k danému problému správný postoj a ze získaných poznatků učinit celkové zhodnocení kapitálové struktury podniku. Skupiny i dílčí složky kapitálu sledovaného podniku se v praktické části práce hodnotí a posuzují na základě metod horizontální a vertikální analýzy.

Použité primární ukazatele

	<b>zkratky</b>	<b>číslo řádku</b>
Vlastní kapitál	VK	Rozvaha 068
Cizí kapitál	CK	Rozvaha 085
Aktiva	A	Rozvaha 001
Výsledek hospodaření (VH) po zdanění	EAT	Výkaz Z/Z 60
VH před zdaněním + nákladové úroky	EBIT	Výkaz Z/Z 61+43
Nákladové úroky	NÚ	Výkaz Z/Z 43
Krátkodobé závazky	KRZ	Rozvaha 102
Krátkodobé úvěry a výpomoci	KRBÚ	Rozvaha 116+117
Oběžná aktiva	OA	Rozvaha 031
Základní kapitál	ZK	Rozvaha 069
Podíly společníků	PS	Výkaz Z/Z 14
Bankovní úvěry a výpomoci	BÚAV	Rozvaha 116+117

Použité sekundární ukazatele

	<b>Zkratky</b>	<b>Výpočet</b>
Rentabilita VK	ROE	EAT / VK
Rentabilita aktiv	ROA	EBIT / A
Úrokové krytí	ÚK	EBIT / NÚ
Běžná likvidita	BL	OA / (KRZ+KRBÚ)
Alternativní náklad VK	$r_e$	$r_f+r_{LA}+r_{podnik}+r_{finstr}+r_{finstab}$
Náklady VK finanční pojetí	NVK - F	podíly společníků/ZK
Náklady CK finanční pojetí	NCK - F	NÚ / BÚAV
Náklady VK alternativní pojetí	NVK - A	$r_f+r_{LA}+r_{podnik}+r_{finstr}+r_{finstab}$
Náklady CK alternativní pojetí	NCK - A	NÚ / BÚAV
Bezriziková sazba	$r_f$	výnos státních dluhopisů
Riziková přírážka za nedostatečnou likvidnost akcie	$r_{LA}$	$(3 - C)^2 / 168,2$ $C = 068+(116+117)$
Přírážka za výši podnikatelského rizika	$r_{podnik}$	viz. praktická část
Přírážka za riziko plynoucí z kapitálové struktury	$r_{FinStr}$	$(3 - ÚK)^2 / 40$
Přírážka za riziko, že podnik nebude schopen splácet své závazky	$r_{FnStab}$	$(1,5 - BL)^2 / 10*(2,5 - 1)^2$
Ukazatel EVA	EVA	$(ROE - r_e) * VK$

## 4. CHARAKTERISTIKA VYBRANÉHO PODNIKU Z JIHOČESKÉHO KRAJE Z HLEDISKA VÝVOJE KAPITÁLOVÉ STRUKTURY

### 4.1. Základní informace

<b>Název:</b>	ČZ a.s.
<b>Sídlo:</b>	Sluneční náměstí 2540/5, Praha 5, 158 00
<b>Identifikační číslo:</b>	25181432
<b>Právní forma:</b>	akciová společnost
<b>Předmět podnikání:</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• výroba motorových a přípojných vozidel,</li><li>• výroba strojů a zařízení pro určitá hospodářská odvětví,</li><li>• opravy ostatních dopravních prostředků,</li><li>• slévárenství,</li><li>• inženýrská činnost v investiční výstavbě,</li><li>• polygrafická výroba,</li><li>• zprostředkování obchodu a služeb,</li><li>• výroba, rozmnožování, nahrávání a distribuce zvukových a zvukově-obrazových záznamů,</li><li>• opravy silničních vozidel,</li><li>• truhlářství,</li><li>• zámečnictví,</li><li>• vodoinstalatérství, topenářství,</li></ul>



- galvanizérství,
- projektová činnost ve výstavbě,
- projektování elektrických zařízení,
- revize a zkoušky vyhrazených zdvihacích a tlakových zařízení, revize vyhrazených elektrických zařízení,
- zpracování dat, služby databank, správa sítí,
- poskytování software a poradenství v oblasti hardware a software,
- ubytovací služby a hostinská činnost,
- silniční motorová doprava osobní i nákladní v rámci podmínek stanovených v koncesní listině,
- nástrojařství aj.

### **Organizační struktura společnosti:**

Společnost je členěna na divize, samostatné provozy a generální ředitelství.

Organizační struktura společnosti zahrnuje **6 divizí:**

- Slévárna litiny
- Slévárna hliníku
- Auto
- Turbo
- Nástrojárna
- Auto – DESTA

**Dále má společnost 4 samostatné odbory:**

- Energetika
- Doprava
- Zásobování
- Sociální služby

**Členové statutárních orgánů:**

- Ing. Jan Kuneš – předseda
- Ing. Luboš Kubišta – místopředseda
- Ing. Hana Švihálková – člen

**Členové dozorčích orgánů:**

- JUDr. Josef Klečka – předseda
- JUDr. Vladimír Požárek –  
místopředseda
- PhDr. Vladimír Juško – člen

## 4.2. Historie podniku

Obchodní firma ČZ, a.s., se sídlem v Praze, byla založena v září roku 1919. Ve Strakonících se začaly stavět první dílny podniku na výrobu zbraní s původním názvem "Jihočeská zbrojovka".

Mezníkem v růstu České zbrojovky byl rok 1929, kdy byla získána továrna na součásti kol v Kralupech nad Vltavou. Jízdní kola a jejich součásti se začaly vyvážet do mnoha zemí Evropy, Asie, Afriky a Jižní Ameriky.

V roce 1932 byla zahájena sériová výroba motorových kol a o tři roky později se objevily na trhu první strakonické motocykly. Tím začala slavná éra motocyklové produkce pod značkou ČZ. Podnik se stal v krátké době největším výrobcem jednostopých vozidel v tehdejší Československu. Obchodní úspěchy znamenaly další rozšíření výrobních aktivit, zavádí se výroba řetězů a obráběcích strojů.

Narůstající potřeby motocyklové produkce vedly k vybudování vlastní slévárny šedé litiny a tlakových odlitků z hliníku.

S útlumem motocyklové produkce v osmdesátých letech přechází firma, kromě své tradiční produkce - řetězů, nástrojů, forem, odlitků a obráběcích strojů k výrobě autokomponentů - převodových skříní a turbodmychadel.

V roce 1991 došlo k transformaci firmy přeměnou na akciovou společnost. V roce 1993 byla firma privatizována kuponovou metodou a akcie přešly do rukou fyzických a právnických osob.

V tomto období rozvoje tržní ekonomiky akciová společnost prochází restrukturalizací, jako reakcí na požadavek pružnosti a flexibility. Dochází k decentralizaci celé řady činností v oblasti hospodaření, na základě výrobního hlediska vznikají divize s vysokou mírou ekonomické samostatnosti, společnosti

s ručením omezeným a prohlubuje se orientace na potřeby automobilového průmyslu.

Po celé období od privatizace roste finanční stabilita firmy. Spektrum výrobních oborů v ČZ je doplněno o produkci vysokozdvížných vozíků s tradiční značkou DESTA. Za účelem podpory jejich prodeje je založena společnost JZA, a.s. Praha, kde ČZ a.s. je v současnosti jediným akcionářem.

### 4.3. Obecná charakteristika

ČZ a.s. včetně dceřiných společností ČZ Řetězy, s.r.o., ČZ Strojírna, s.r.o. a ČZ Gastro,s.r.o. je víceoborová společnost s více než osmdesátiletou tradicí strojírenské výroby. Skupina ČZ se v současnosti svým obratem řadí mezi největší strojírenské firmy v České republice a je předním exportérem do Německa, Francie, Velké Británie, Slovenska, Číny, Ruska, Mexika, Běloruska a Itálie.

Základní kapitál společnosti je rozvržen na kmenové akcie znějící na jméno v listinné podobě. ČZ a.s. zaměstnává zhruba 1400 zaměstnanců, spolu s dceřinými s.r.o. pak téměř 2 000 osob.

### 4.4. Výrobní činnosti

Mezi hlavní výrobní činnost ČZ a.s. patří výroba, vývoj a servis turbodmychadel pro přeplňování spalovacích motorů nákladních a užitkových automobilů, výroba odlitků ze šedé a tvárné litiny, výroba odlitků z hliníkových slitin, výroba dílů pro automobilový průmysl, konstrukce a výroba tlakových forem na hliníkové a zinkové slitiny, plasty a pryž, výroba tvářecích nástrojů a speciálních

řezných nástrojů, výroba čelních vysokozdvížných motorových a akumulátorových vozíků značky DESTA.

**ČZ Řetězy, s.r.o.** je výrobcem válečkových, pouzdrových a speciálních řetězů, určených pro jízdní kola, motocykly, automobily, všeobecné strojírenství a zemědělství.

**ČZ Strojírna, s.r.o.** je výrobcem brusek, speciálních jednoúčelových strojů, zajišťuje generální opravy a přestavby obráběcích strojů.

**ČZ Gastro, s.r.o.** zajišťuje stravování zaměstnanců a také dodává výrobky teplé i studené kuchyně externím zákazníkům.

Firma věnuje velké úsilí otázce životního prostředí, bezpečnosti a ochrany zdraví při práci. Důkazem snahy minimalizovat negativní vlivy všech činností na jednotlivé složky životního prostředí a zdraví osob je rozhodnutí vedení společnosti o budování systému environmentálního managementu podle normy ČSN EN ISO 14001 a systému managementu bezpečnosti dle zásad „Bezpečný podnik“.

#### 4.5. Charakteristika kapitálové struktury ČZ a.s.

Základní kapitál tvoří přibližně 1/3 vlastního kapitálu a to po celé sledované období. Po celou sledovanou dobu se základní kapitál nepatrně snižuje ze 23,77 % na 23,54 % celkového objemu zdrojů. Příčinou jeho snížení byla likvidace vlastních akcií z důvodů ukončení jedné z divizí (výroba převodovek) a snížení jejich jmenovité hodnoty. Kapitálové fondy představují externí kapitál, který podnik získal z vnějšku. Jde o fondy, jejichž zdrojem tvorby v průběhu činnosti firmy je jiný zdroj než účetní zisk. U obchodní společnosti ČZ a. s. došlo oproti roku 2003 k nepatrnému snížení těchto fondů. Tyto jsou tvořeny emisním ážiem, dary a dotacemi v průměru ve výši 35 % podnikových zdrojů. Povinností

podniku je v prvním roce, kdy vykáže zisk, vytvořit zákonný rezervní fond, který se každoročně doplňuje určitou částí z čistého zisku. Kromě rezervního fondu, jehož procentní úroveň od roku 2003 vzrostla až do výše 13,36 % podnikových zdrojů, jsou součástí vlastního kapitálu dále statutární a ostatní fondy tvořené ze zisku. V jejich rámci vytváří sledovaná firma sociální fond, z něhož vyplácí stabilizační odměny a sociální výpomoci zaměstnancům, vánoční kapry atd.

**Tabulka 1 Struktura pasiv společnosti ČZ a.s. v letech 2003 - 2006**

(k 31.12. – v tis. Kč)

<b>Položka</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
KAPITÁL CELKEM	2 270 024	2 205 498	2 219 501	2 253 795
<b>VLASTNÍ KAPITÁL</b>	<b>1 639 338</b>	<b>1 645 332</b>	<b>1 662 505</b>	<b>1 667 253</b>
<b>Základní kapitál</b>	539 690	539 690	536 840	530 490
kapitálové fondy	807 767	793 375	793 410	793 352
RF a ost. fondy ze zisku	181 268	298 950	299 501	301 040
VH minulých let	89 509	2 311	1 973	15 170
VH běžného úč. obd.	21 104	11 006	30 781	27 201
<b>CIZÍ ZDROJE</b>	<b>630 686</b>	<b>559 216</b>	<b>555 027</b>	<b>585 413</b>
<b>Rezervy</b>	44 689	31 929	33 228	42 309
rezervy zákonné	44 509	31 929	33 228	39 614
ostatní rezervy	180	-	-	2 695
<b>Dlouhodobé závazky</b>	107 053	108 834	105 264	106 360
<b>Krátkodobé závazky</b>	409 235	351 720	352 041	384 567
závazky z obchodního styku	186 019	206 961	240 151	257 931
závazky k ovlád. a říz.osob.	50 000	-	-	-
závazky k ÚJ – podstatný vliv	45 000	-	-	-
závazky k zaměstnancům	51 080	52 878	57 568	63 115
závazky ze soc. zabezpečení	10 289	11 207	11 516	12 765
stát–daňové záv. a dotace	2 860	6 081	3 066	3 486
krátkodobé přijaté zálohy	45 720	25 867	10 984	19 128
dohadné účty pasivní	3 669	12 569	9 725	8 333
jiné závazky	14 598	36 157	19 031	19 809
<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	69 709	66 733	64 494	52 177
Časové rozlišení	5 067	950	1 969	1 129

Vnitřní strukturu kapitálu doplňuje výsledek hospodaření minulých let, resp. nerozdělený zisk minulých let. Jeho výše na konci sledovaného období, tj. 15 mil. Kč, odpovídá přibližně 0,67-procentnímu podílu na podnikových zdrojích. Při pohledu na absolutní výši výsledku hospodaření běžného účetního období v jednotlivých sledovaných letech lze okamžitě konstatovat poměrně kolísavý vývoj. Tato důležitá složka podnikového kapitálu tvoří během hodnoceného období v průměru 1 % souhrnného objemu zdrojů krytí obchodní společnosti.

Velkou pozornost je třeba věnovat cizímu kapitálu, jehož používání ovlivňuje současnou i budoucí finanční situaci podniku a hospodaření s ním je spojeno s mnoha riziky. Z údajů tabulek 1 a 2 je na první pohled zřetelné, že cizí kapitál tvoří poměrně malou část ve vnitřní struktuře podnikových zdrojů. Po celé sledované období se velikost cizího kapitálu nepatrně snižuje. V roce 2003 tvoří cizí kapitál téměř 631 mil. Kč tj. 28 % celkové bilanční sumy a v roce 2006 jeho výše klesla na necelých 586 mil. Kč.

Ve vnitřní struktuře cizího kapitálu jsou během celého sledovaného období nejvýrazněji zastoupeny krátkodobé závazky. Ve sledovaném období na ně připadá v průměru 65 % cizích zdrojů hodnoceného podniku. Tato skutečnost je způsobena především značným objemem závazků z obchodních styků, které se v uvedených letech nejen zvyšují, ale i vykazují v průměru 38 procentní podíl cizích zdrojů obchodní společnosti. Podnik by měl věnovat neustálou pozornost době jejich úhrady a zároveň zajistit optimální relaci tohoto ukazatele s dobou inkasa pohledávek.

Součástí kapitálové struktury analyzovaného podniku jsou zákonné rezervy, které firma tvořila na opravy dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku. V roce 2003 představovaly 1,96 % podnikového kapitálu. V následujícím roce poklesly na 1,45 % a poté opět začaly růst. Z uvedených údajů (údaje tabulky 1 a 2) lze konstatovat, že obchodní společnost podstatně méně využívá

dlouhodobých závazků. V roce 2004 na ně připadá 4,93 % souhrnného objemu zdrojů krytí.

V průběhu sledovaného období podnik upřednostňuje krátkodobé bankovní úvěry a krátkodobé finanční výpomoci, které na začátku sledovaného období činily v souhrnném objemu 69 709 mil. Kč. Časové rozlišení se na celkové bilanční sumě podílí nejvyšší částkou v roce 2003 a to 5 mil. Kč., tj. 0,22 % cizích zdrojů podniku. Na základě tabulky 3 a 4 je možné hodnotit uplynulý vývoj v hospodaření sledovaného podniku se svým kapitálem. Lze konstatovat skutečnost, že v průběhu čtyřletého období dochází ke zvyšování souhrnného objemu vlastního kapitálu.

Vlastní kapitál během sledovaného období vzrostl o 27 915 tis. Kč, což odpovídá přibližně 1,02 - procentnímu zvýšení. Menší podíl kapitálové struktury tvoří cizí kapitál. Ne vždy, je dobré mít malý podíl cizího kapitálu, jelikož cizí kapitál zvyšuje rentabilitu vlastního kapitálu (ROE). Toto platí v případě, když **(úroky/úplatné zdroje) < ROA**. Po tři roky sledování docházelo k jeho snižování a to o 75 659 tis. Kč (údaje tabulky 3). Rozkolísaný vývoj zaznamenal výsledek hospodaření minulých let, který poklesl za dané sledované období o 74 339 tis. Kč (údaje tabulky 3, které jsou počítány z tab.1) což odpovídá 83%. Naopak u výsledku hospodaření běžného období si lze všimnout kolísavého vývoje po celé sledované období. Od počátku roku 2003 se výsledek hospodaření zvýšil o 29 % podnikového kapitálu.

Podobný trend lze vidět při hospodaření sledované firmy s cizími zdroji. Od roku 2003 se podniku dařilo každým rokem snižovat absolutní výši cizího kapitálu v celkovém objemu podnikových finančních zdrojů, vyjma roku 2006, kdy došlo k opětovnému navýšení o 30 386 tis. Kč (tab. 3).



**Tabulka 2 Vertikální analýza pasiv v letech 2003 – 2006**

(k 31.12. – v %)

<b>Položka</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
KAPITÁL CELKEM	100,00	100,00	100,00	100,00
<b>VLASTNÍ KAPITÁL</b>	<b>72,32</b>	<b>74,60</b>	<b>74,90</b>	<b>73,98</b>
<b>Základní kapitál</b>	23,77	24,47	24,19	23,54
kapitálové fondy	35,58	35,97	35,75	35,20
RF a ostatní fondy ze zisku	7,99	13,55	13,49	13,36
VH minulých let	3,94	0,10	0,09	0,67
VH běžného úč. obd.	0,93	0,50	1,39	1,21
<b>CIZÍ ZDROJE</b>	<b>27,78</b>	<b>25,36</b>	<b>25,01</b>	<b>25,97</b>
<b>Rezervy</b>	1,97	1,45	1,50	1,88
rezervy zákonné	1,96	1,45	1,50	1,76
ostatní rezervy	0,01	0	0	0,12
<b>Dlouhodobé závazky</b>	4,72	4,93	4,74	4,72
<b>Krátkodobé závazky</b>	18,03	15,95	15,86	17,06
závazky z obchodního styku	8,19	9,38	10,82	11,44
závazky k ovládaným a řízeným osob.	2,20	0	0	0
závazky k ÚJ – podstatný vliv	1,98	0	0	0
závazky k zaměstnancům	2,25	2,40	2,59	2,80
závazky ze sociálního zabezpečení	0,45	0,51	0,52	0,57
stát – daňové závazky a dotace	0,13	0,28	0,14	0,15
krátkodobé přijaté zálohy	2,01	1,17	0,49	0,85
dohadné účty pasivní	0,16	0,57	0,44	0,37
jiné závazky	0,64	1,64	0,86	0,88
<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	3,07	3,03	2,91	2,32
Časové rozlišení	0,22	0,04	0,09	0,05

Co se týče procentního zastoupení, zde docházelo ke zvyšování podílu cizího kapitálu po celou sledovanou dobu. O klesající tendenci cizího kapitálu se největší měrou zasloužily krátkodobé a závazky. Krátkodobé závazky se velkou měrou podílejí na financování podnikatelské činnosti analyzované firmy. Počátkem sledovaného období vykazovaly klesající tendenci, od roku 2005 je patrné zvyšování jejich objemu i podílu, který zaujímá v celkovém kapitálu.

**Tabulka 3 Horizontální analýza pasiv v letech 2003 – 2006**

(k 31.12. – Absolutní změna v Kč)

<b>Položka</b>	<b>2004-2003</b>	<b>2005-2004</b>	<b>2006-2005</b>	<b>2006-2003</b>
KAPITÁL CELKEM	-64 526	14 003	34 294	-16 229
<b>VLASTNÍ KAPITÁL</b>	<b>5 994</b>	<b>17 173</b>	<b>4 748</b>	<b>27 915</b>
<b>Základní kapitál</b>	0	-2 850	-6 350	-9 200
kapitálové fondy	-14 392	35	-58	-14 415
RF a ost. fondy ze zisku	117 682	551	1 539	119 772
VH minulých let	-87 198	-338	13 197	-74 339
VH běžného úč. obd.	-10 098	19 775	-3 580	6 097
<b>CIZÍ ZDROJE</b>	<b>-71 470</b>	<b>-4 189</b>	<b>30 386</b>	<b>-45 273</b>
<b>Rezervy</b>	-12 760	1 299	9 081	-2 380
rezervy zákonné	-12 580	1 299	6 386	-4 895
ostatní rezervy	-180	0	2 695	2 515
<b>Dlouhodobé závazky</b>	1 781	-3 570	1 096	-693
<b>Krátkodobé závazky</b>	-57 515	321	32 526	-24 668
závazky z obchodního styku	20 942	33 190	17 780	71 912
závazky k ovl. a řízeným osob.	-50 000	0	0	-50 000
závazky k ÚJ – podstatný vliv	-45 000	0	0	-45 000
závazky k zaměstnancům	1 798	4 690	5 547	12 035
závazky ze soc. zabezpečení	918	309	1 249	2 476
stát – daň. závazky a dotace	3 221	-3 015	420	626
krátkodobé přijaté zálohy	-19 853	-14 883	8 144	-26 592
dohadné účty pasivní	8 900	-2 844	-1 392	4 664
jiné závazky	21 559	-17 126	778	5 211
<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	-2 976	-2 239	-12 317	-17 532
Časové rozlišení	-4 117	1 019	-840	-3 938

V roce 2004 se krátkodobé závazky z důvodu nižšího odbytu snížily o více než 14 % ve srovnání s předchozím obdobím. Snížení cizího kapitálu kopíruje pokles rezerv, stejně tak i jeho nárůst. Rezervy firma tvořila po celé sledované období. Zde došlo k nepatrnému snížení o 2 380 tis. Kč za celé sledované období (údaje tabulky 3), tj. o 5 %.

**Tabulka 4 Horizontální analýza pasiv v letech 2003 – 2006**

(k 31.12. – Indexy meziročních změn podnikového kapitálu)

<b>Položka</b>	<b>2004/2003</b>	<b>2005/2004</b>	<b>2006/2005</b>	<b>2006/2003</b>
KAPITÁL CELKEM	0,97	1,01	1,02	0,99
<b>VLASTNÍ KAPITÁL</b>	<b>1,00</b>	<b>1,01</b>	<b>1,00</b>	<b>1,02</b>
<b>Základní kapitál</b>	1,00	0,99	0,99	0,98
kapitálové fondy	0,98	1,00	1,00	0,98
RF a ostatní fondy ze zisku	1,65	1,00	1,01	1,66
VH minulých let	0,03	0,85	7,69	0,17
VH běžného úč. obd.	0,52	2,80	0,88	1,29
<b>CIZÍ ZDROJE</b>	<b>0,89</b>	<b>0,99</b>	<b>1,05</b>	<b>0,93</b>
<b>Rezervy</b>	0,71	1,04	1,27	0,95
rezervy zákonné	0,72	1,04	1,19	0,89
ostatní rezervy	0,00	0,00	0,00	14,97
<b>Dlouhodobé závazky</b>	1,02	0,97	1,01	0,99
<b>Krátkodobé závazky</b>	0,86	1,00	1,09	0,94
závazky z obchodního styku	1,11	1,16	1,07	1,39
závazky k ovl. a řízeným osob.	0,00	0,00	0,00	0,00
závazky k ÚJ – podstatný vliv	0,00	0,00	0,00	0,00
závazky k zaměstnancům	1,04	1,09	1,10	1,24
závazky ze soc. zabezpečení	1,09	1,03	1,11	1,24
stát – daň. závazky a dotace	2,13	0,50	1,14	1,22
krátkodobé přijaté zálohy	0,57	0,42	1,74	0,42
dohadné účty pasivní	3,43	0,77	0,86	2,27
jiné závazky	2,48	0,53	1,04	1,36
<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	0,96	0,97	0,81	0,75
Časové rozlišení	0,19	2,07	0,57	0,22

Tyto skutečnosti představují pro podnik velmi výhodnou pozici na trhu, vysokou prosperitu podniku a zároveň signalizují vhodný způsob v rozhodování podniku o možnostech získávání podnikového kapitálu.

Na cizím kapitálu se podílí i dlouhodobé závazky, které mají po celou sledovanou dobu téměř neměnný charakter. V uvedených letech analyzovaná firma vykázala odložený daňový závazek, který vyplývá s rozdíly mezi

daňovými a účetními odpisy dlouhodobého majetku a tvoří nerovnoměrný vývoj po celé sledované období. Klesající tendence je zřetelná u složky bankovních úvěrů a výpomocí a to po celou dobu sledování. Z tohoto vyplývá, že podnik je využívá jen vzácně.

Celkově se vývoj kapitálové struktury hodnoceného podniku vyznačuje nerovnoměrným kolísáním vlastního kapitálu a současně klesajícím objemem cizího kapitálu. Obecně platí, že čím vyššího zisku podnik dosahuje, tím vyšší podíl cizího kapitálu si může dovolit. U hodnocené společnosti je tomu téměř vždy naopak vyjma roku 2006.

## Náklady na kapitál

Na náklady kapitálu je možné nazírat dvojím způsobem. A to jako na finanční pojetí a alternativní pojetí nákladů na kapitál. V této kapitole se zaměříme na výpočet finančního pojetí nákladů vlastního kapitálu a v následující v souvislosti s výpočtem ukazatele ekonomické přidané hodnoty na výpočet alternativního pojetí.

### Finanční pojetí nákladů na kapitál

- náklady vlastního kapitálu

#### **PS / základní kapitál**

- náklady cizího kapitálu

#### **NÚ / BÚAV**

**Tabulka 5** Finanční pojetí nákladů vlastního kapitálu v letech 2003 – 2006

(k 31.12., v %)

<b>Položka/rok</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
NCK	4,90	2,20	3,35	4,39
NVK	0,32	0,11	0,49	0,50
Celkové náklady - F	5,22	2,31	3,84	4,89

zdroj: rozvaha, výkaz zisků a ztrát sledovaného podniku

Jak je z tabulky 5 patrné, náklady vlastního kapitálu vyjma roku 2004 mají po celé sledované období rostoucí tendenci, ovšem jsou oproti nákladům cizího kapitálu několikanásobně nižší. V tomto roce 2004 propad vznikl díky nejnižším vyplaceným odměnám společníkům. Ten samý trend opisují i náklady cizího kapitálu, které mají též v roce 2004 minimum, ovšem maximální hodnoty dosáhly nikoli v roce 2006, ale v roce 2003 díky nejvyšším nákladovým úrokům. Pokud se zaměříme na sumu těchto nákladů je viditelné, že díky roku 2004, kde se nachází obě minima jak 2,20%, tak 0,11% je součet nejnižší a nejvyšší celkové náklady jsou v roce 2003.

## 5. VÝPOČET EKONOMICKÉ PŘIDANÉ HODNOTY V ČASOVÉ ŘADĚ 3 – 5 LET

Economic value added měří, zda společnost svou činností vytvořila ekonomický zisk, který na rozdíl od účetního zisku bere v úvahu také náklady na vlastní kapitál. Jedná se tedy o rozdíl čistého zisku a zisku požadovaného vlastníky podniku vzhledem k rizikovosti jejich investice.

Pro výpočet bude použita EVA equity:  $EVA = (ROE - r_e) * VK$

K výpočtu je možné použít více přístupů, takže různí hodnotitelé mohou dojít k rozdílným výsledkům.

Největšími problémy při výpočtu ukazatele činí náklady vlastního kapitálu ( $r_e$ ), které se zjistí součtem bezrizikové sazby aktiva; přírážky za výši podnikatelské rizika; přírážky za riziko plynoucí z kapitálové struktury; přírážky za riziko, že podnik nebude schopen splácet své závazky a rizikové přírážky za nedostatečnou likvidnost akcie. Výpočet těchto dílčích přírážek je poměrně složitý a zdlouhavý. Za bezrizikovou úrokovou míru je možné považovat výnos státních dluhopisů viz. tabulka 6.

**Tabulka 6 Vývoj bezrizikové úrokové sazby**

(v letech 2003 – 2006, v %)

Rok	2003	2004	2005	2006
Bezriziková úroková sazba $r_f$	4,12	4,80	3,53	3,77

zdroj: [www.mpo.cz](http://www.mpo.cz) - benchmarking

**Tabulka 7 Vývoj sazby  $r_{LA}$** 

(v letech 2003 – 2006, v%)

Rok	2003	2004	2005	2006
Sazba $r_{LA}$	0,99	0,99	0,96	0,97

zdroj: finanční výkazy, vlastní výpočty

- **Sazba  $r_{LA}$**  je dána velikostí vlastního kapitálu (VK):

- je-li VK > 3 mld. Kč, potom  $r_{LA} = 0\%$ ,
- je-li VK < 100 mil. Kč, potom  $r_{LA} = 5\%$ ,
- je-li VK > 100 mil. Kč, ale < 3 mld. Kč, použije se propočít

$$r_{LA} = (3 - C)^2 / 168,2,$$

kde C = VK + cizí úročený kapitál (tj. bankovní úvěry a výpomoci)

Tato sazba se za celé sledované období pohybovala při dolní hranici možné rizikové přirážky.

**Tabulka 8 Vývoj sazby  $r_{\text{podnikatelské}}$** 

(v letech 2003 – 2006)

Rok	2003	2004	2005	2006
A (v tis. Kč)	2 253 078	2 205 498	2 219 501	2 253 795
EBIT (v tis. Kč)	31 869	12 363	44 330	33 204
EBIT/A (ROA)	1,41	0,56	2,00	1,47
$X_1$	3,67	1,71	2,61	3,35
$r_{\text{podnikatelské}}$ (%)	3,79	4,52	2,01	3,15

zdroj: finanční výkazy, vlastní výpočty

$$X_1 = ((\text{úroky}/(\text{bank.úvěry}+\text{obligace})) * ((\text{VK}+\text{bank.úvěry} + \text{obligace})/A),$$

- **Sazba  $r_{\text{podnikatelské}}$** , charakterizující produkční sílu podniku, je stanovena následně:

- je-li  $\text{EBIT}/A < ((\text{úroky}/(\text{bank.úvěry}+\text{obligace})) * ((\text{VK}+\text{bank.úvěry} + \text{obligace})/A)$ , potom  $r_{\text{podnikatelské}} = 10\%$ ,
- je-li  $\text{EBIT}/A > ((\text{úroky}/(\text{bank.úvěry}+\text{obligace})) * ((\text{VK}+\text{bank.úvěry} + \text{obligace})/A)$ , potom  $r_{\text{podnikatelské}} = \text{minimální}$ ,
- je-li  $0 < (\text{EBIT}/A) < ((\text{úroky}/(\text{bank.úvěry}+\text{obligace})) * ((\text{VK}+\text{bank.úvěry} + \text{obligace})/A)$ , potom  $r_{\text{podnikatelské}} = (X_1 - (\text{EBIT}/A))^2 / 10 * X_1^2$

kde  $X_1 = ((\text{úroky}/(\text{bank.úvěry}+\text{obligace})) * ((\text{VK}+\text{bank.úvěry} + \text{obligace})/A)$ ,

V tabulce 8 můžeme vidět jako dílčí výpočet rentabilitu aktiv (ROA), která dosahuje poměrně nízkých hodnot a ani v jednom roce ROA nebylo větší než průměrná úroková míra. Tento ukazatel měří hrubou produkční sílu aktiv firmy před odečtením daní a nákladových úroků, nebo-li schopnost podniku vyprodukovat zisk použitím celkových vložených prostředků.

Riziková přírážka má v počátku sledovaného období rostoucí trend, poté následuje propad až na hodnotu 2,01 % a v posledním roce opětovně roste.



**Tabulka 9 Vývoj sazby  $r_{FinStab}$**

(v letech 2003 – 2006)

Rok	2003	2004	2005	2006
BL firmy	1,77	2,14	2,14	2,19
BL průmyslu	1,5	1,5	1,5	1,5
$r_{FinStab}$ (%)	0,00	0,00	0,00	0,00

zdroj: finanční výkazy, vlastní výpočty

- **Sazbu  $r_{finstab}$**  charakterizující vztah mezi aktivy a pasivy stanovujeme takto:

- je-li BL firmy  $> 1,5$  potom  $r_{FinStab} = 0\%$ ,
- je-li BL firmy  $< 1$ , potom  $r_{FinStab} = 10\%$ ,
- je-li BL firmy  $> 1$ , ale  $< 1,5$ , propočte se následujícím způsobem:

$$r_{finstab} = (1,5 - BL)^2 / 10 * (2,5 - 1)^2,$$

Vývoj rizikové přírážky vyplývající z finanční stability podniku je odvozován na podkladě běžné likvidity. Protože ve všech sledovaných letech překročily podnikové hodnoty standardní hodnotu běžné likvidity v průmyslu, je nulová, tj. není riziko, že podnik nebude schopen splácet finanční závazky.

- **Sazba  $r_{FinStr}$**  plyne z finanční struktury a je dána ukazatelem úrokového krytí:

- je-li  $ÚK > 3$ , potom  $r_{finstr} = 0\%$ ,

- je-li  $\text{ÚK} < 1$ , potom  $r_{\text{finstr}} = 10\%$ ,
- je-li  $1 < \text{ÚK} < 3$ , potom  $r_{\text{finstr}} = (3 - \text{ÚK})^2 / 40$

Tabulka 10 nám charakterizuje ukazatel úrokového krytí (ÚK), konkrétně tedy schopnost podniku splácet úroky. Na první pohled je zřetelné, že sledovaný podnik s tímto nemá problémy, jelikož v každém roce tento ukazatel výrazně převyšuje danou minimální hodnotu 3. Tudíž výsledná riziková přirážka je po celé sledované období též rovna nule.

**Tabulka 10 Vývoj sazby  $r_{\text{FinStr}}$**

(v letech 2003 – 2006)

<b>Rok</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
EBIT (v tis. Kč)	31 869	12 363	44 330	33 204
NÚ (v tis. Kč)	3 370	1 467	2 161	2 293
ÚK	9,46	8,43	20,51	14,48
Sazba $r_{\text{FinStr}}$ (v %)	0,00	0,00	0,00	0,00

zdroj: finanční výkazy, vlastní výpočty

**Tabulka 11 Výpočet alternativního nákladu na vlastní kapitál**

(v letech 2003 – 2006, v %)

Rok	2003	2004	2005	2006
Bezriziková sazba $r_f$	4,12	4,80	3,53	3,77
Sazba $r_{LA}$	0,99	0,99	0,96	0,97
Sazba $r_{\text{podnikatelské}}$	3,79	4,52	2,01	3,15
Sazba $r_{\text{FinStab}}$	0,00	0,00	0,00	0,00
Sazba $r_{\text{FinStr}}$	0,00	0,00	0,00	0,00
<b><math>r_e</math></b>	<b>8,90</b>	<b>10,31</b>	<b>6,50</b>	<b>7,89</b>

zdroj: [www.mpo.cz](http://www.mpo.cz), finanční výkazy, vlastní výpočty

Z výsledků je patrné, že sazby  $r_e$  se ve svém součtu prakticky nijak zásadně neliší vyjma roku 2005, ve kterém došlo k poklesu této sazby v průměru o 3 procenta. Tato změna je vyvolána nejen poklesem bezrizikové sazby  $r_f$ , ale i výrazným snížením přírážky za vyšší podnikatelského rizika  $r_{\text{podnikatelské}}$  a to díky nárůstu EBITu.

Bezrizikovou úrokovou míru  $r_f$  určuje výnos státních dluhopisů, většinou s 10letou dobou splatnosti. Sazba  $r_{LA}$  je dána velikostí vlastního kapitálu, ve kterém nedošlo po celé sledované období k významné změně, což se odrazí na vypočtených hodnotách. Sazba  $r_{\text{podnikatelské}}$  jak již bylo výše uvedeno je mírně kolísavá a nejnižší hodnotu má v roce 2005.

Jelikož v každém roce běžná likvidita sledované firmy přesáhla standardní likviditu průmyslu přírážka za riziko  $r_{\text{FinStab}}$  se rovná nule. Běžná likvidita nám říká, kolikrát pokrývají oběžná aktiva krátkodobé závazky podniku, tzn. kolikrát

je podnik schopen uspokojit své věřitele, pokud promění svá aktiva v hotovost. Lze říci, že podnik má vysokou likviditu na úkor své nízké rentability vlastního kapitálu.

Následující tabulka charakterizuje výpočet ROE. Zde je na první pohled patrné, že rentabilita VK sledované firmy jak již bylo uvedeno výše je nízká a to na úkor vysoké likvidity. V roce 2004 se opět odrazilo již výše zmíněné ukončení výroby převodovek, díky které poklesl zisk po zdanění v průměru o více jak polovinu své hodnoty. Nejvyšší hodnota rentability vlastního kapitálu je v roce 2005, kdy dochází k nárůstu zisku a současně i vlastního kapitálu. Z nárůstu EAT je vidět, že společnost své špatné období překlenula, udržela si pozici na trhu a získala nové zákazníky.

### **Tabulka 12 Výpočet rentability vlastního kapitálu**

(v letech 2003 – 2006)

<b>Rok</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
EAT (v tis. Kč)	21 104	10 786	30 781	27 201
VK (v tis. Kč)	1 639 338	1 645 332	1 662 505	1 667 253
<b>ROE (v %)</b>	<b>1,29</b>	<b>0,66</b>	<b>1,85</b>	<b>1,63</b>

zdroj: finanční výkazy, vlastní výpočty

Tabulka 13 již charakterizuje hodnoty ukazatele EVA a jeho jednotlivých činitelů v období 2003 – 2006.

**Tabulka 13**      **Vývoj EVA** (v letech 2003 – 2006)

<b>Rok</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005</b>	<b>2006</b>
$r_f$ (v %)	4,12	4,80	3,53	3,77
ROE (v %)	1,29	0,66	1,85	1,63
$r_e$ (v %)	8,90	10,31	6,50	7,89
spread	-7,61	-9,65	-4,65	-6,26
VK (v tis. Kč)	1 639 338	1 645 332	1 662 505	1 667 253
<b>EVA (v tis. Kč)</b>	<b>- 12 475</b>	<b>-15 877</b>	<b>-7 731</b>	<b>-10 437</b>

zdroj: finanční výkazy, vlastní výpočty

Zde můžeme porovnat bezrizikovou úrokovou míru  $r_f$  s rentabilitou vlastního kapitálu (ROE). Lze konstatovat, že rentabilita vlastního kapitálu ani v jednom sledovaném období nepřekračuje bezrizikovou úrokovou sazbu, což poukazuje na to, že výnosnost vlastního kapitálu není dostatečná a pro vlastníky se jeví výhodnější vložit kapitál do státních dluhopisů než podnikat.

Spread slouží k mezipodnikovému srovnání i časovému, pokud dochází ke změnám velikosti vlastního kapitálu. Vypočte se jako rozdíl mezi ROE a  $r_e$ .

Co se týče finálního výpočtu ekonomické přidané hodnoty, tak je na první pohled zřejmé, že po celé sledované období podnik nevytváří ekonomickou přidanou hodnotu. Nejméně úspěšným rokem a tudíž největším propadem ukazatele EVA je rok 2004. Tento rok ovšem následuje období, ve kterém se hodnota ukazatele EVA zlepšovala a to díky menšímu rozdílu mezi ROE a  $r_e$  (tzv. spread).

Podniky lze na základě tvorby EVA začlenit do čtyř různých skupin. Toto rozdělení používá i Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR viz. tabulka 14.

**Tabulka 14 Členění dle tvorby EVA**

Skupina	Podmínka	podnik tvoří EVA
I.	$ROE > r_e$	ANO
II.	$r_e > ROE$ , ale $ROE > r_f$	NE
III.	$ROE > 0$ , ale $< r_f$	NE
IV.	$ROE < 0$ nebo $VK < 0$	NE

zdroj: [www.mpo.cz](http://www.mpo.cz) model INFA

**Tabulka 15 Vývoj ROE a  $r_f$**  (v letech 2003 – 2006, v %)

Rok	2003	2004	2005	2006
Bezriziková úroková sazba $r_f$	4,12	4,80	3,53	3,77
ROE	1,29	0,66	1,85	1,63
$r_e$	8,90	10,31	6,50	7,89
Skupina	III.	III.	III.	III.

zdroj: finanční výkazy, vlastní výpočty, [www.mpo.cz](http://www.mpo.cz)

Jak ukazuje tabulka 15 ve všech sledovaných obdobích spadá sledovaný podnik do třetí skupiny. Podnik tedy netvoří hodnotu, jeho rentabilita vlastního kapitálu je menší než bezriziková úroková sazba, ale zároveň dosahuje určitého zisku, jelikož ROE dosahuje kladných hodnot ( $ROE > 0$ ).

**Tabulka 16                      Struktura alternativního nákladu na kapitál**

(v roce 2006, v %)

	Sledovaný podnik	Odvětví	Nejlepší podnik
Sazba $r_f$	3,77	3,77	3,77
Sazba $r_{LA}$	0,97	0,75	0,45
Sazba $r_{\text{podnikatelské}}$	3,14	2,07	1,86
Sazba $r_{\text{FinStab}}$	0,00	0,42	0,29
Sazba $r_{\text{FinStr}}$	0,13	1,13	0,69

zdroj: část výstupu z modelu INFA MPO, jež je celý uveden v příloze

Tabulka 16 obsahuje část výpočtů, které byly současně provedeny v modelu Benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů INFA jehož výstupy jsou pro tento rok 2006 uvedeny v příloze této práce.

Bezriziková sazba  $r_f$  byla v benchmarkingu fixně nastavena, tudíž je její hodnota všude stejná. Nejvyšší sazba  $r_{LA}$  u sledovaného podniku říká, že jeho C (tj. vlastní kapitál + bankovní úvěry a výpomoci) jsou nižší než u odvětví a nejlepšího podniku v tomto odvětví. Produkční síla podniku tedy riziková přírážka  $r_{\text{podnikatelské}}$  je u ČZ a.s. přibližně dvakrát horší než u nejlepšího podniku. Zatímco mezi odvětvím a nejlepším podnikem je změna nepatrná.

Rizikové přírážky  $r_{\text{FinStab}}$  a  $r_{\text{FinStr}}$  dle mých propočtů vyšly obě nulové. K nepatrné odchylce sazeb došlo díky nastaveným podmínkám na stránkách Ministerstva průmyslu a obchodu, ovšem neměly vliv na konečný výsledek. Na závěr lze tedy říci, že výpočty z benchmarkingu se shodují s výpočty provedenými ručně. Výhodou benchmarkingu je možnost srovnání s průměrem v odvětví a s nejlepším podnikem.

## 6. ZHODNOCENÍ VÝKONNOSTI PODNIKU POPŘ. DOPORUČENÍ PRO JEJÍ ZVYŠOVÁNÍ

V této kapitole se zaměříme na hodnocení výkonnosti podniku jako celku. Důležitým faktem je zaznamenání posunu od tradičního hodnocení k hodnotovému. Nejdříve se tedy zaměříme na tradiční hodnocení a to rentabilitu aktiv (ROA) sledované společnosti, která je použita jako dílčí výpočet v jedné z přírážek, lze říci, že její hodnoty se nachází na velmi nízké úrovni a to v průměru kolem 1,5%. Ani v jednom sledovaném roce nepřekročila průměrnou úrokovou míru. Za těchto podmínek by se nevyplatilo, aby podnik rozšiřoval cizí kapitál. Nejnižší vypočtená hodnota 0,56% je v roce 2004. Příčinou takto nízkého ROA je značný pokles výsledku hospodaření (EBIT) a to z důvodu zrušení výroby převodovek v předchozím roce. Konkrétně lze tedy říci, že hrubá produkční síla aktiv před odečtením daní a nákladových úroků patří mezi nízké. Co se týče rentability vlastního kapitálu (ROE), lze konstatovat podobnou skutečnost jako u ROA. Shodně jako ROA rentabilita vlastního kapitálu dosáhla největšího propadu v roce 2004 na 0,66%, v průměru ROE nepřevyší 1,4%. Obecně lze říci, že hodnota ROE by měla být vyšší než výnosnost bezrizikové investice, v našem případě jde o státní dluhopisy. Z tabulky 13 lze vidět, že ani v jednom sledovaném roce ROE nepřevyšuje bezrizikovou úrokovou míru  $r_f$ , vlastníci by tedy měli uvažovat o realokaci zdrojů. Pokud se zaměříme na běžnou likviditu firmy, můžeme říci, že její vývoj poukazuje na překročení standardní hodnoty, kterou je 1,5%. Lze konstatovat, že podnik má poměrně vysokou likviditu na úkor své nízké rentability vlastního kapitálu. Dalším ukazatelem finanční analýzy a tedy tradičního hodnocení, který je v této práci obsažen je ukazatel úrokového krytí. Poukazuje na schopnost podniku splácet úroky. Z tabulky 10 je patrné, že sledovaný podnik výrazně překračuje



doporučenou minimální hodnotu 3, jelikož jeho průměrná hodnota za sledované období je rovna 13. S tímto ukazatelem tedy ČZ a.s. rozhodně problémy nemá.

Nyní se zaměříme na hodnotové hodnocení, tedy výpočet alternativních nákladů kapitálu ( $r_e$ ) a s tím spojený výpočet ekonomické přidané hodnoty. Výpočet  $r_e$  se skládá z pěti dílčích výpočtů a to z bezrizikové přírážky a jednotlivých rizikových přírážek. Bezrizikovou úrokovou sazbu  $r_f$  určuje výnos státních dluhopisů. První z rizikových přírážek je sazba  $r_{LA}$ , tato je dána velikostí vlastního kapitálu. Ve vlastním kapitálu nedošlo po celé sledované období k výrazné změně, což se odrazilo na vypočtených hodnotách, které se pohybují přibližně kolem jednoho procenta. Další rizikovou přírážkou je sazba  $r_{\text{podnikatelské}}$ . Tato sazba má kolísavý trend a nejnižší hodnotu v roce 2005, kde dosahuje 2%. Poslední dvě rizikové přírážky  $r_{\text{FinStab}}$  a  $r_{\text{FinStr}}$  se díky svým dobrým výsledkům rovnají nulové úrovni, což je pro podnik pozitivní skutečností. Pokud sečteme výše uvedené přírážky získáme alternativní náklad kapitálu  $r_e$ , jak lze vidět v tabulce 11. Sazby se ve svém součtu prakticky zásadně neliší vyjma roku 2005, ve kterém došlo k poklesu v průměru o 3%. Tato změna je vyvolána poklesem bezrizikové sazby  $r_f$  a výrazným snížením přírážky za vyšší podnikatelského rizika a to díky nárůstu EBITu.

Ze srovnání  $r_f$ ,  $r_e$  a ROE lze vidět, že ROE ani v jednom roce nepřevyšuje námi vypočtené  $r_e$ . Toto poukazuje na skutečnost, že sledovaný podnik ani v jednom roce nevytváří ekonomickou přidanou hodnotu. Konkrétně, že sledovaná společnost za dané období nepřispěla svými aktivitami ke zvýšení či snížení hodnoty pro své vlastníky. Nejméně úspěšným rokem a tudíž největším propadem ukazatele economic value added je černý rok 2004. Po tomto roce však následuje období, ve kterém se hodnota ukazatele EVA zlepšovala a to díky menšímu rozdílu mezi ROE a  $r_e$  (spread). Ovšem v posledním sledovaném roce 2006 se její ztráta začala opět prohlubovat.

Pro výpočet EVA v pojetí EQUITY jsou důležité náklady na vlastní kapitál, které byly stanoveny v souladu s modelem INFA stavebnicovou metodou. Bylo by zajímavé srovnat toto alternativní pojetí s finančním pojetím nákladů na vlastní kapitál (viz. tab. 17).

**Tabulka 17 Porovnání finančního a alternativního pojetí nákladů**

(v letech 2003 - 2006, v %)

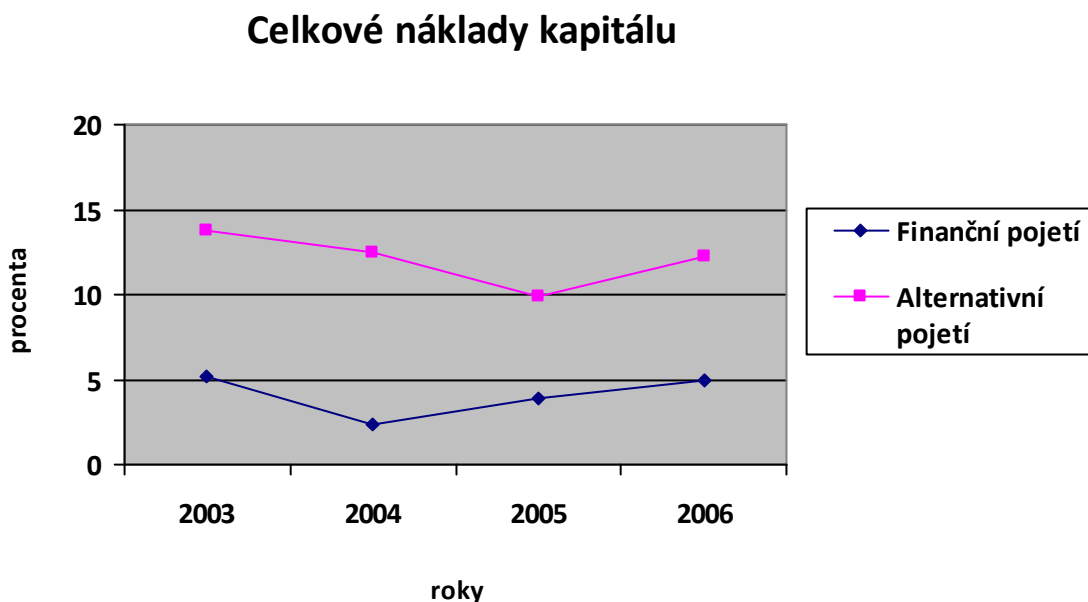
Položka/rok	2003	2004	2005	2006
<b>NCK – A</b>	4,90	2,20	3,35	4,39
<b>NVK – A (<math>r_e</math>)</b>	8,90	10,31	6,50	7,89
<b>NCK – F</b>	4,90	2,20	3,35	4,39
<b>NVK – F</b>	0,32	0,11	0,49	0,50
<b>Celkové náklady – F</b>	5,22	2,31	3,84	4,89
<b>Celkové náklady – A</b>	13,80	12,51	9,85	12,28

zdroj: finanční výkazy, vlastní výpočty

Výše nákladů cizího kapitálu se jak ve finančním, tak v alternativním pojetí neliší, díky stejnému postupu výpočtu. Co se týče nákladů vlastního kapitálu, tak alternativní pojetí nebo-li hodnotové převyšuje mnohonásobně pojetí finanční (tradiční), jelikož v sobě zahrnuje riziko podnikání. V roce 2004 lze vidět zajímavou skutečnost, která se vymyká pravidlu, které říká, že se zvyšujícím rizikem investoři požadují vyšší výnosnost investovaného kapitálu. Zde je tomu přímo naopak, riziko v tomto roce dosahuje svého vrcholu 10,31%, ovšem podíly společníků dosahují minima za celé období 0,11%.

V následujícím roce 2005 se alternativní náklady na kapitál  $r_e$  propadají a to až na hodnotu 6,5% . Zde dochází k opětovnému nárůstu této hodnoty. Pokud se podíváme na poslední řádek a to na celkové náklady alternativní, které zjistíme součtem  $r_e$  a NCK-A, což se využívá pro výpočet EVA ve variantě entity, dospějeme ke stejnému zjištění jako u finančního pojetí, že v roce 2003 je tento součet nejvyšší a jeho hodnota je 13,80%.

Graf 1 Celkové náklady kapitálu ve finančním a alternativním pojetí



Zde na grafu lze porovnat jednotlivé křivky součtu nákladů obou pojetí, které vyjma roku 2004 a 2005 kopírují stejný trend. Nejnižší celkové náklady na kapitál jsou u finančního pojetí v roce 2004 a to díky nákladům vlastního kapitálu, které tvoří pouze 0,11% tj. vyplacená míra dividend v tomto roce byla nízká, a protože 2/3 celkového kapitálu tvoří vlastní kapitál, tak se tato skutečnost odrazila i na výši celkových nákladů. Zatímco alternativní pojetí má nejnižší hodnotu v roce 2005 a to 6,5% nákladů vlastního kapitálu.

Na závěr vyvstává otázka, jak tato ne příliš lichotivá fakta pozměnit k lepšímu. Jednou z možností by mohlo být větší využití cizího kapitálu, který by jistě pozitivně ovlivnil ROE a přispěl k jeho vyšším hodnotám, ovšem pouze za předpokladu, že úroková míra  $<$  ROA, čemuž tak u sledované společnosti není. Otázkou tedy je, jak zvýšit produktivnost aktiv. Je potřeba dosáhnout vyššího zisku, získat si nové zákazníky a upevnit si tak pozici na trhu.

Dále je nezbytné se dívat neustále kolem sebe a přemýšlet o tom, jak naložit s nevyužitými prostředky tak, aby vynášeli pro společnost užitek a to v podobě zisku, inovací, nápadů a zkušeností. Je důležité každou maličkost zhodnotit a proměnit ji v něco nehmotného, v lepším případě v něco hmotného.

## ZÁVĚR

Cílem diplomové práce bylo posoudit cenu jednotlivých složek kapitálu, zhodnotit různá pojetí nákladů na kapitál a dle nich poté vypočítat ekonomickou přidanou hodnotu ve sledovaném podniku ČZ a.s. V teoretické části byla přehledně shrnuta kapitálová struktura s aspektem na cenu jednotlivých složek kapitálu, pojetí nákladů na kapitál a faktory je ovlivňující a popsána charakteristika ekonomické přidané hodnoty a její výpočet. Tyto poznatky byly následně využity v části praktické. Uvedené výpočty byly provedeny z pozice externího analytika, tedy bylo použito výhradně externích zdrojů, které byly volně dostupné. V praktické části bylo nejdříve nahlíženo na charakteristiku společnosti ČZ a.s., kde se můžeme dočíst o základních parametrech tohoto podniku a to z hlediska vývoje kapitálové struktury. Následný výpočet ekonomické přidané hodnoty nás informoval o skutečnosti, zda sledovaný podnik za dané období přispěl svými aktivitami ke zvýšení či snížení hodnoty pro své vlastníky.

Pokud se ohlédneme zpět do historie sledované společnosti, lze připomenout, že do uplynulého roku 2003 sledovaná firma vstupovala s určitou nejistotou. Na základě informací zákazníka bylo předpokládáno ukončení výroby převodovek pro motory Škoda v termínu ke konci 1. kvartálu. Právě převodové skříně, tvořily po řadu let nosnou část výrobního programu. Proces ukončení této výroby byl poměrně náročný, požadavkům zákazníka bylo nutno vyhovět do posledního okamžiku a to jak v množství, termínech, tak i kvalitě. Díky přípravným opatřením však doběh výroby nenarušil stabilitu firmy. Vznik nových pracovních míst v rozvojových výrobních oborech napomohl zaměstnání části uvolňovaných zaměstnanců, natvořené rezervy umožnily utlumit dopady na ekonomiku sledované firmy, a to jak z titulu výplaty odstupného či vyřazování nepotřebného majetku. Po nezbytně nutné období společnost přešla na nákladově úsporný režim, který znamenal jak poměrně bolestný zásah do

správních útvarů firmy, tak třeba i citelné omezení řady zbytných aktivit a to včetně sponzorství.

Přes náročné podmínky následujícího roku 2004, spojené s hledáním nových a to zejména zahraničních zákazníků, lze konstatovat, že sledovaná společnost je po finanční stránce plně konsolidovaná, hospodaří s finančními rezervami a z pohledu bank je bonitním, úvěruschopným partnerem. Úspěšné zvládnutí restrukturalizace výrobního programu společnosti umožnilo realizovat většinu z plánovaných investičních akcí. Je tedy zřejmé, že sledovaná společnost se úspěšně vyrovnává s ukončením výroby převodovek a nadále upevňuje své postavení akceptovatelného dodavatele špičkových firem automobilového průmyslu.

I přes nepříliš lichotivé výsledky a uvedené problémy v předchozí kapitole si podnik udržuje dobrou pozici na trhu. Společnosti se daří reagovat na nové trendy a přizpůsobovat se novým podmínkám a to jak rozšiřováním a zkvalitňováním zákaznických služeb, tak i zkracováním inovačního cyklu výrobku.

V současnosti se společnost díky dobrým odbytovým výsledkům řadí mezi nejvýznamnější exportéry České republiky. Své výrobky dodává do různých zemí světa a díky spokojenosti odběratelů tím upevňuje vztahy se zahraničím. ČZ a.s. plánuje rozšíření výroby, dodávek a tím i získávání nových zákazníků, což bude určitě velkým přínosem pro podnik z hlediska odbytu a tvorby stabilnější pozice na trhu.

## **SUMMARY**

This thesis deals with company capital structure, that is characterized according to methods of horizontal and vertical analysis. Then it deals with prices of particular capital items, costs for capital and influences on business performance, it means with the calculation of economic value added.

Theoretical part describes capital structure items in general, prices of particular items of capital, costs for capital and particular methods for EVA calculation, it means both EVA entity and EVA equity.

Practical part characterizes individual items of capital structure and application of chosen model, that is the second model for EVA calculation – EVA equity – on a concrete company. This calculation was processed through benchmarking on websides of Departement of industry and Trade. The model was applicated on a company, that deals with production of motor and joining vehicles, machines production, machineries production and means of transport repairs – ČZ, a.s.

## SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY

1. NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I.: Výkonnost a tržní hodnota firmy. Praha, Grada Publishing, 2002, ISBN 80-247-0125-1.
2. VALACH, J.: Finanční řízení podniku. Praha, EKOPRESS 1999, ISBN 80-86119-21-1.
3. VALACH, J.: Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. Praha, EKOPRESS 2001, ISBN 80-86119-38-6.
4. KISLINGEROVÁ, E., NEUMAIEROVÁ, I.: Rozbor výkonnosti firmy. Praha, VŠE 2000, ISBN 80-245-0027-2.
5. SYNEK, M.: Podniková ekonomika. Praha, C. H. Beck 1999, 2000, 2002, ISBN 80-7179-228-4.
6. KISLINGEROVÁ, E.: Manažerské finance. Praha, C. H. Beck 2004, ISBN 80-7179-802-9.
7. MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M.: Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. Praha, EKOPRESS 2001, ISBN 80-86119-36-X.



8. WÖHE, G.: Úvod do podnikového hospodářství. Praha, C. H. Beck 1995, ISBN 80-7179-014-1.
  
9. PAVELKOVÁ, D., KNÁPKOVÁ, A.: Výkonnost podniku z pohledu finančního manažera. Praha, Linde nakladatelství s.r.o. 2005, ISBN 80 – 86131 – 63 – 7.
  
10. [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz) – internetové stránky České národní banky, aktuální k 20. 3. 2008
  
11. [www.mpo.cz](http://www.mpo.cz) – internetové stránky Ministerstva průmyslu a obchodu, aktuální k 25. 3. 2008
  
12. Zákon o daních z příjmů – Část III. – Společná ustanovení

## SEZNAM TABULEK

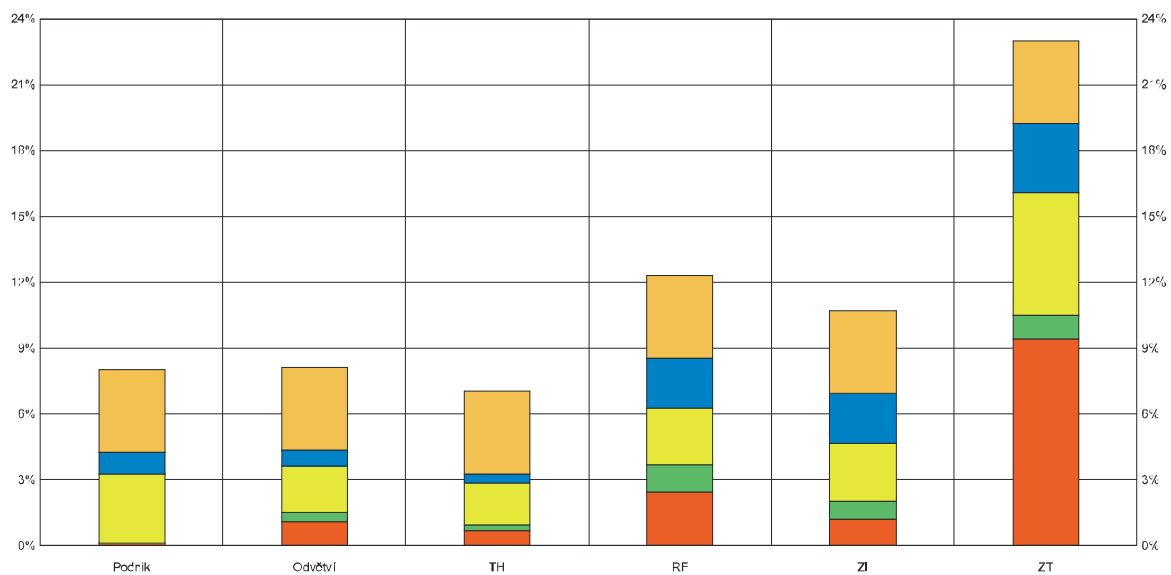
<b>Tabulka 1</b>	<b>Struktura pasiv společnosti ČZ a.s. v letech 2003 - 2006</b> (k 31.12. – v tis. Kč)
<b>Tabulka 2</b>	<b>Vertikální analýza pasiv v letech 2003 – 2006</b> (k 31.12. – v %)
<b>Tabulka 3</b>	<b>Horizontální analýza pasiv v letech 2003 – 2006</b> (k 31.12. – Absolutní změna v Kč)
<b>Tabulka 4</b>	<b>Horizontální analýza pasiv v letech 2003 – 2006</b> (k 31.12. – Indexy meziročních změn podnikového kapitálu)
<b>Tabulka 5</b>	<b>Finanční pojetí nákladů vlastního kapitálu v letech 2003 – 2006</b> (k 31.12., v %)
<b>Tabulka 6</b>	<b>Vývoj bezrizikové úrokové sazby</b> (v letech 2003 – 2006, v %)
<b>Tabulka 7</b>	<b>Vývoj sazby <math>r_{LA}</math></b> (v letech 2003 – 2006, v%)
<b>Tabulka 8</b>	<b>Vývoj sazby <math>r_{\text{podnikatelské}}</math></b> (v letech 2003 – 2006)
<b>Tabulka 9</b>	<b>Vývoj sazby <math>r_{\text{FinStab}}</math></b> (v letech 2003 – 2006)

<b>Tabulka 10</b>	<b>Vývoj sazby <math>r_{\text{FinStr}}</math></b> (v letech 2003 – 2006)
<b>Tabulka 11</b>	<b>Výpočet alternativního nákladu na vlastní kapitál</b> (v letech 2003 – 2006, v %)
<b>Tabulka 12</b>	<b>Výpočet rentability vlastního kapitálu</b> (v letech 2003 – 2006)
<b>Tabulka 13</b>	<b>Vývoj EVA</b> (v letech 2003 – 2006)
<b>Tabulka 14</b>	<b>Členění dle tvorby EVA</b>
<b>Tabulka 15</b>	<b>Vývoj ROE a <math>r_f</math></b> (v letech 2003 – 2006, v %)
<b>Tabulka 16</b>	<b>Struktura alternativního nákladu na kapitál</b> (v roce 2006, v %)
<b>Tabulka 17</b>	<b>Porovnání finančního a alternativního pojetí nákladů</b> (v letech 200-2006, v %)

## **SEZNAM GRAFŮ**

**Graf 1** Celkové náklady kapitálu ve finančním a alternativním pojetí

## Struktura re



	Podnik	Odvětví	TH	RF	ZI	ZT
rf	3,77%	3,77%	3,77%	3,77%	3,77%	3,77%
rLA	0,97%	0,75%	0,45%	2,26%	2,28%	3,16%
rPOU	3,14%	2,07%	1,88%	2,82%	2,87%	5,86%
rFINTAB	0,00%	0,42%	0,29%	1,23%	0,82%	1,10%
rFISTRU	0,13%	1,13%	0,09%	2,44%	1,19%	9,42%

\* Podnik (porovnávaný podnik)

\* Odvětví (odvětví celkem)

\* TH (nejlepší podniky v odvětví)

\* RF (velmi dobré podniky v odvětví)

\* ZI (ziskové podniky v odvětví)

\* ZT (zirákové podniky v odvětví)

