

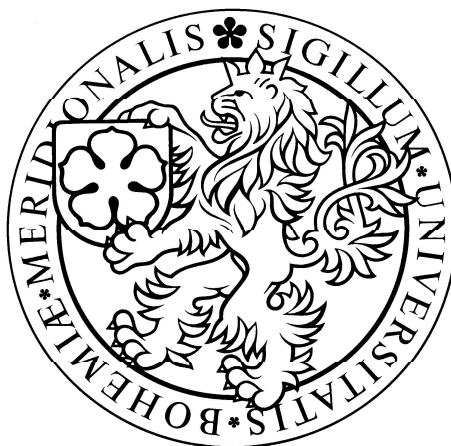
Jihočeská univerzita v Českých Budějovicích

Ekonomická fakulta

Katedra ekonomiky

Studijní program: N6208 Ekonomika a management

Studijní obor: Obchodní podnikání



**KAPITÁLOVÁ STRUKTURA PODNIKU SE
ZAMĚŘENÍM NA DETERMINUJÍCÍ FAKTORY**

Vedoucí diplomové práce:

Ing. Martina Novotná, Ph.D.

Autor:

Ing. Ladislav Kocourek

JIHOČESKÁ UNIVERZITA V ČESKÝCH BUDĚJOVICÍCH

Ekonomická fakulta

Katedra ekonomiky

Akademický rok: 2006 2007

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

(PROJEKTU UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení. **Bc. Ladislav KOCOUREK**

Studijní program. **N6208 Ekonomika a management**

Studijní obor. **Obchodní podnikání**

Název tématu. **Kapitálová struktura podniku se zaměřením na determinující faktory**

Z á s a d y p r o v y p r a c o v á n í

Cíl práce:

Posoudit význam a úlohu kapitálu v podniku, zhodnotit rozdílné pojetí kapitálu v podnikové praxi a na národohospodářské úrovni. Zaměřit se na faktory které ovlivňují kapitálovou strukturu podniku a možnosti jejich analýzy. Dále zhodnotit vliv různých zdrojů financování na výkonnost podniku. U podniku z Jihočeského kraje aplikovat vybrané metody analýzy kapitálové struktury včetně doporučení k zlepšení finanční situace resp. ke zvýšení jeho výkonnosti.

Osnova.

- 1 Význam a úloha kapitálu v podniku.
2. Rozdílné pojetí kapitálu v podnikové praxi a na národohospodářské úrovni.
3. Determinující faktory kapitálové struktury podniku a možnosti jejich analýzy
4. Vliv kapitálové struktury a volby zdrojů financování na výkonnost podniku.
- 5 Charakteristika vybraného podniku s aspektem na vývoj jeho kapitálové struktury
6. Analýza kapitálové struktury se zaměřením na determinující faktory
- 7 Zhodnocení provedené analýzy resp. návrh opatření ke zlepšení finanční situace podniku.

Rozsah grafických prací.

Rozsah pracovní zprávy

50 - 60 stran

Forma zpracování diplomové práce:

tištěná

Seznam odborné literatury:

Synek, M. a kol.: Manažerská ekonomika. 4. aktualizované a rozšířené vydání. Praha, Grada 2007

Kislingerová, E. a kol.: Manažerské finance. Praha, C. H. Beck 2004.

Neumaierová, I., Neumaier, I.: Výkonnost a tržní hodnota firmy Praha, Grada Publishing 2002.

Valach, J a kol.: Finanční řízení podniku. Praha, Ekopress 1999.

Jindřichovská, I., Blaha, Z S : Podnikové finance. Praha. Management Press, 2001

Vedoucí diplomové práce:

Ing. Martina Novotná, Ph.D.

Katedra ekonomiky

Datum zadání diplomové práce:

10. ledna 2007

Termín odevzdání diplomové práce:

15. dubna 2008

prof. Ing. Magdalena Hrabánková, CSc.

děkanka

JIHOČESKÁ UNIVERZITA
V ČESKÝCH BUDĚJOVICÍCH
EKONOMICKÁ FAKULTA
Studentská 13 (6)
370 05 L.S.ké Budějovice
IČ 600 76 558, DIČ CZ60076658

doc. Ing. Ivana Faltová Leitmanová, CSc.

vedoucí katedry

V Českých Budějovicích dne 14. března 2007

Abstrakt diplomové práce

Název práce: Kapitálová struktura podniku se zaměřením na determinující faktory

Autor: Ing. Ladislav Kocourek

Katedra: Katedra ekonomiky

Vedoucí diplomové práce: Ing. Martina Novotná Ph.D.

Abstrakt: Tato diplomová práce se zabývá kapitálovou strukturou podniku se zaměřením na determinující faktory. Nejprve je objasněna problematika kapitálové struktury, okrajově zmíněny právní předpisy související s kapitálovou strukturou podniku, definice kapitálu, tak jak je chápán nejen v podnikové praxi, ale i na národohospodářské úrovni a představeny jsou jednotlivé modelové přístupy k dané problematice. Dále je podrobně rozpracována problematika určení ideální kapitálové struktury a kritéria volby velikosti kapitálu. Praktická část je pak implementována na podnikatelský subjekt, kterým jsou Lesy Hluboká nad Vltavou a.s. a problematika literární části je implementována v praxi na tento konkrétní podnikatelský subjekt. V závěru práce je pak provedeno hodnocení dosažených výsledků.

Klíčová slova: Kapitál, kapitálová struktura, zadluženost, úrokové krytí, doba splácení dluhů, rentabilita kapitálu

Abstract: This dissertation work is specialized on capital structure of company with a view to determinative elements. The problem of capital structure is clarified at first. Law regulations associated with capital structure of company are mentioned too. The definition of capital – so isn't known only in company, but on agriculture national level too and approaches to this problems. The problems of determinative of ideal capital structure and criteria for options high of capital are closely made. The practice part of this work is about Lesy Hluboká nad Vltavou a.s. as a company. The problem of literature part is about practice with this company. At the end of this work is classification of results.

Key words: capital, capital structure, insolvency, interest coverage, time of pay-off, profitably of capital

Prohlašuji, že jsem diplomovou práci na téma: „Kapitálová struktura podniku se zaměřením na determinující faktory“ vypracoval samostatně, na základě vlastního zjištění a materiálů uvedených v seznamu literatury.

V Českých Budějovicích dne 20.8. 2008

.....

Děkuji touto cestou svému vedoucímu diplomové práce paní Ing. Martině Novotné, Ph.D. za odborné vedení, cenné rady a pomoc při zpracování mé práce. Dále bych chtěl poděkovat zástupcům firmy Lesy Hluboká nad Vltavou a.s., zejména pak Ing. Ivo Melíškovi.

Obsah

1. Úvod	9
2. Literární část	11
2.1. <i>Význam a úloha kapitálu v podniku</i>	11
2.1.1. <i>Definice kapitálu</i>	11
2.1.2. <i>Modelové přístupy</i>	13
2.1.3. <i>Vlastní kapitál</i>	11
2.2. Rozdílné pojetí kapitálu v podnikové praxi a na národohospodářské úrovni	20
2.3. Determinující faktory kapitálové struktury podniku a možnosti jejich analýzy	21
2.3.1. <i>Kapitálová struktura podniku</i>	21
2.3.2. <i>Kritéria volby kapitálu</i>	22
2.3.3. <i>Analýza kapitálové struktury</i>	26
2.3.4. <i>Analýza zadluženosti podniku</i>	34
2.4. Vliv kapitálové struktury a volby zdrojů financování na výkonnost podniku	35
2.4.1. <i>Kritéria volby velikosti a struktury kapitálu</i>	35
2.4.2. <i>Náklady na vlastní kapitál</i>	35
2.4.3. <i>Náklady na cizí kapitál</i>	36
2.4.4. <i>Ukazatelé výkonnosti kapitálu</i>	37

3. Metodika	39
4. Charakteristika vybraného podnikatelského subjektu	42
5. Analýza kapitálové struktury ve vybraném podniku	44
5.1.1. <i>Analýza zadluženosti v podniku</i>	45
5.1.2. <i>Analýzy hodnoty úrokového krytí</i>	49
5.2. Analýza rentability podniku	50
5.3. Analýza vztahu mezi zadlužeností a rentabilitou	54
5.4. Analýza rentability na bázi cash flow	55
5.5. Porovnání analýzy ukazatelů	59
6. Závěr	62
7. Seznam použité literatury	64
8. Seznam grafů, obrázků, tabulek a příloh	66
9. Přílohy	67

1. Úvod

V dnešní době se každý snaží přizpůsobit rychle se měnícímu světu. Zejména důležité je to u firem, protože firma, která není schopná obstát v tvrdé konkurenci, která se díky globalizaci stává neustále ostřejší a rozšířenější, jistě brzy zanikne. Proto se musí manažeři firem zabývat neustálou optimalizací kapitálové struktury a hledat nové příležitosti k investování a rozvíjet tak firemní kapitál.

Každá firma vyznává jiné principy, podniká na jiném trhu, s rozličnými možnostmi, jak investování, tak s rozdílnou strukturou kapitálu, potýká se s různými skupinami zákazníků. Proto k tomu, aby obstála v tvrdé konkurenci, tak se musí, mimo jiné, také zabývat optimalizací kapitálové struktury a určit si její determinující faktory za účelem efektivnější optimalizace. Pro každý podnik není důležité mít jen majetek v potřebné a optimální výši, ale i v optimální struktuře. Tato optimalizace spočívá v umění udržet optimální poměr majetku mezi sebou navzájem, zejména mezi stálými a oběžnými aktivy. Stejně tak je důležité sledovat vzájemný poměr mezi jednotlivými složkami aktiv. Každá firma se zkrátka musí zabývat tím, jak co nejefektivněji naložit se svým majetkem. Jeden z nejdůležitějších cílů každého podniku je maximalizace jeho tržní hodnoty a nejdůležitějším cílem managementu je hledání způsobů, jak tento cíl co nejlépe splňovat. Kapitálová struktura firmy by měla mít optimální poměr vlastního a cizího kapitálu, tj. takový poměr, kdy náklady na celkový kapitál budou minimální.

Nejdůležitějším faktorem, který tedy ovlivňuje celkovou výnosnost firem, je vlastní hospodaření s majetkem a kapitálem, tj. ve smyslu jejich efektivního využívání, aby nezůstával nějaký zbytečně nevyužitý majetek. S tím se potýkají zejména velké firmy, které působí na trhu již delší dobu, a dokázaly nakumulovat značný majetek, který již nevyužívají tak efektivně, jak by mohly, nebo jak by mohl někdo jiný a jim by za to platil nějakou rentu. Čím je firma zkrátka větší, tím je cesta k nalezení ideálního rozložení kapitálu sofistikovanější, protože je zde obrovské množství možností řešení, přístupů a názorů, protože do tohoto procesu bude chtít zasahovat mimo generálního ředitele nejen vlastník, ale také např. ekonomický ředitel, který se bude snažit o

co nejlídnější a nejrentabilnější řešení, technologický ředitel, který se zase bude snažit mít takový kapitál, který bude technologicky nejdokonalější atd. To je jistě jedna z největších nevýhod nutnosti kolektivního rozhodování, která je řešena v rámci strategického marketingu. Proto je nutné určit si determinující faktory a těm přiřadit nejvyšší váhu při optimalizaci kapitálové struktury. Při tvorbě kapitálové struktury je také nutné sledovat i vzájemný poměr mezi jednotlivými složkami aktiv, které jsou členěny podle technologické funkce, stáří a charakteru účasti ve výrobním procesu. Další důležitou a podstatnou vlastností aktiv je, z jakých zdrojů jsou investované, tj. zda z vlastního kapitálu, nebo z cizího.

Celková velikost podnikového kapitálu záleží především na velikosti podniku, tj. čím větší podnik, tím větší kapitál, dále na stupni mechanizace, automatizace, robotizace. Zde platí, že čím je větší použití techniky, tím větší je kapitál. Dále na rychlosti obrátu kapitálu, tj. čím rychlejší je obrát, tím menší kapitál je zapotřebí a na organizaci odbytu (např. podnik s vlastní prodejní sítí potřebuje vyšší kapitál). Zkrátka čím větší podnik, tím rozsáhlejší kapitálová struktura, a tím je také problematičtější hledání cest k její optimalizaci.

Zadaným úkolem této práce je analýza kapitálové struktury konkrétního podniku z Jihočeského kraje. Pro mou práci se tímto podnikem stala akciová firma Lesy Hluboká nad Vlavou a.s., kterou budu v příkladech analyzovat. Praktická část bude rozdělena do dvou částí, tou první bude představení podniku, charakteristika jeho kapitálu a majetku, dále zde budou popsány důležité faktory, které ovlivňují právě kapitálovou strukturu a jsou nutné pro fungování firmy a určení determinujících faktorů. V druhé části bude firma analyzována a budu se snažit nalézt řešení, které by měly vést ke zlepšení.

2. Literární část

2.1. Význam a úloha kapitálu v podniku

2.1.1. Definice kapitálu

Nejprve je potřeba rozlišit definici kapitálu, jako obecnou¹ teorii a definici kapitálu z hlediska podnikové ekonomiky, kterou se tato práce zabývá. Podnikové finance a účetnictví rozumí pod tímto pojmem úhrnnou částku peněz, kterou do podnikání vložil vlastník/vlastníci, tj. vlastní kapitál a kterou vložili věřitelé, tj. cizí kapitál. Takže k zahájení činnosti potřebuje mít každý podnik k dispozici kapitál v dostatečné, potřebné výši. Kapitálová struktura podniku, je struktura zdrojů z nichž majetek podniku vznikl^[6].

Podnik by měl mít právě tolik kapitálu, kolik potřebuje. Pokud je ho více, a je-li neefektivně využíván, je podnik překapitalizován^[*]. Toto se hodnotí pomocí poměrového ukazatele ve vztahu vlastní kapitál/stálá aktiva. Opačným případem je podkapitalizování podniku, které vzniká často v době jeho investičního rozvoje, a které s sebou nese hrozbu ztráty likvidity. Hodnotícím ukazatelem je poměr mezi: stálá aktiva/dlouhodobé cizí zdroje^[6].

Optimální kapitálovou strukturu podniku můžeme také definovat jako takové složení kapitálu, které maximalizuje tržní hodnotu podniku^[21].

Kapitál se tedy dá chápat mnoha způsoby. Už v r. 1939 ve své teorii Schumpeter uvádí, že on chápe kapitál jako výhradně dynamickou kategorii a definuje ho jako prostředek určený výhradně na získání statků a na dosažení nových cílů, anebo prostředek na určení nového směru výroby. Takto nově vymezený pojem kapitálu se od klasického pojetí liší ve dvou aspektech. Na jedné straně je tvořen finančními prostředky. Reálný kapitál Schumpeter považuje za fikci, která vychází z představy, že si podnikatelé při realizaci

[1] Klasická a neoklasická teorie chápe definici kapitálu jako jeden ze tří výrobních vstupů, přičemž kapitál se sestává ze statků dlouhodobého užití. (Brealey – Mayers, 1995)

[*] Např. u a.s. to znamená, že bylo emitováno více akcií, než může být efektivně použito. V důsledku toho neumí organizace vytvořit takový zisk, aby akcionáři dostali požadovanou dividendu (znehodnocení výnosnosti VK).

inovací půjčují přímo výrobní statky. Na druhé straně je při tvorbě kapitálu dána logická přednost úvěrové emisi peněz před úsporami^[17].

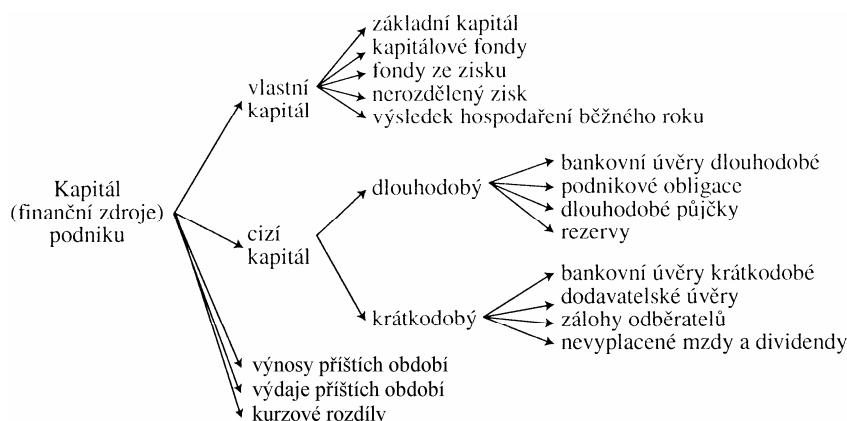
Vůbec prvotní otázka by však měla znít: „K čemu je vlastně kapitál dobrý?“ Prvotním (a možná jediným) kritériem blahobytu jedince i společnosti je uspokojování jejich potřeb, které ekonomie z formálního hlediska převádí na maximalizaci jakési imaginární „užitkové funkce“. V té nejjednodušší podobě je pak užitek měřen množstvím a kvalitou spotřeby^[23].

Kapitálová struktura podniku zachycuje strukturu podnikového kapitálu, ze kterého je financovaný jeho fixní majetek a trvalá část oběžného majetku. Jde tedy o strukturu dlouhodobého kapitálu podniku. Kapitálová struktura je tedy jen částí jeho finanční struktury^[20].

Kapitálová struktura vypovídá o tom, kdo je vlastníkem firmy, respektive o tom, z jakých zdrojů (pasív) majetek vznikl^[16].

Kapitálová struktura se dostala do centra pozornosti ekonomů v 60. letech (20. století). Nejvýznamnější jsou teoretické modely profesorů Millera a Modiglianiho, které kapitálovou strukturu zevrubně analyzují. Modelové přístupy budou popsány v následující kapitole. Schématické znázornění kapitálové struktury blíže na obr. 1.

Obr. 1. Schématické znázornění kapitálové struktury podniku



Zdroj: [Synek, 2002]

2.1.2. Modelové přístupy

A) Klasický přístup (klasická teorie kapitálové struktury)

Podle této teorie se změna kapitálové struktury projevuje v tržní hodnotě podniku. Vychází z toho, že růst zadluženosti snižuje průměrné náklady na podnikový kapitál, a tím zvyšuje tržní hodnotu podniku. Tato teorie nebere do úvahy zdaňování zisku, nepočítá s transakčními náklady spojenými s emisí akcií anebo obligací, celý zisk se rozděluje na dividendy, zisk před úroky a zdaněním se v jednotlivých obdobích nemění, a to ani se změnou kapitálové struktury, rozdělení pravděpodobnosti očekávaných výnosů je pro všechny investory stejné a akcionáři požadují konstantní procento výnosu z jejich kapitálu a současně i věřitelé požadují konstantní úrokovou míru bez ohledu na kapitálovou strukturu podniku.

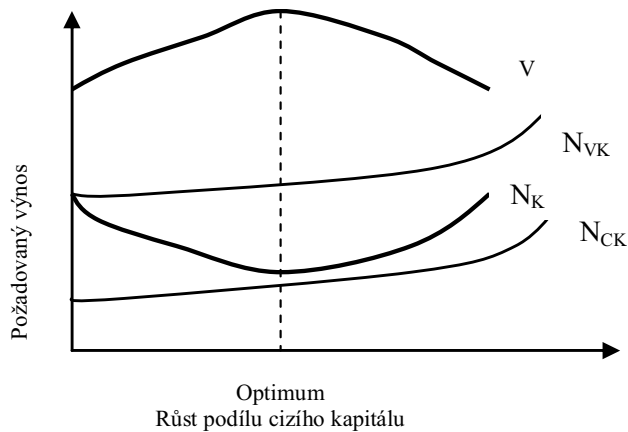
Z těchto předpokladů je zřejmé, že zvyšování podílu cizího kapitálu vede ke snižování průměrných nákladů na získávání a vázání kapitálu podniku. Současně platí, že čím vyšší je podíl cizího kapitálu, tím vyšší je tržní hodnota podniku^[10].

B) Tradiční přístup – teorie U křivky

Podle této teorie si podnik může půjčovat za běžnou úrokovou míru až do okamžiku, kdy začnou věřitelé považovat míru zadluženosti za takovou, která zvyšuje jejich riziko. Od tohoto okamžiku jsou ochotní poskytnout další úvěry jen při vyšší úrokové míře, a tak průměrná úroková míra, kterou podnik platí za cizí kapitál (N_{CK}) začíná růst. Obdobně akcionáři si do jisté míry zadlužení podniku této otázky nevšímají. Jak začnou ale kvůli zadlužení podniku pociťovat riziko pro svůj kapitál, tak požadují jako kompenzaci zvýšení jejich výnosu a náklady podniku na vlastní kapitál (N_{VK}) začínají růst. Z toho vyplývá, že do určitého podílu cizího kapitálu celkové náklady podniku na kapitál (N_K) klesají, a potom začínají růst. Optimální kapitálová struktura je

v bodě, ve kterém jsou celkové náklady na kapitál podniku minimální. V tomto bodě se dosahuje také optimální (nejvyšší) tržní hodnota podniku. Blíže obr. 2 [10].

Obr. 2: Optimální kapitálová struktura podniku



N_{VK} Náklady vlastního kapitálu
 N_K Náklady kapitálu
 N_{CK} Náklady celkového kapitálu
 V Výnosy

Zdroj: [Kráľovič – Vlachynský, 2002]

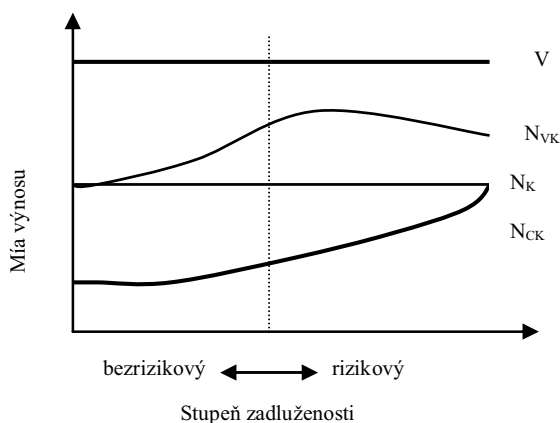
C) Model M – M (Millera a Modiglianiho)

Jeho autoři přišli k závěru, že za určitých předpokladů jsou celkové náklady na podnikový kapitál, a tedy i tržní hodnota podniku, nezávislé na jeho kapitálové struktuře, protože na dobře fungujícím trhu investice mající stejný výnos, mají i stejnou cenu. Na dokonale fungujícím trhu jsou všechny kombinace cenných papírů stejně dobré a tržní hodnota podniku nezávisí na kapitálové struktuře, ale výlučně od výnosnosti celého kapitálu^[13]. Tento model vychází z 5 předpokladů.

- 1) Kapitálový trh je dokonalý, informace jsou bezplatné a dostupné všem investorům, nepočítá se s transakčními náklady, investoři se rozhodují racionálně.
- 2) Podniky můžeme rozdělit do více skupin. V každé skupině jsou zařazené podniky se stejným stupněm rizika a stejnou výnosností kapitálu. Riziko a výnosnost kapitálu se v jednotlivých skupinách liší.
- 3) Čistý výnos (zisk a úroky) se v jednotlivých obdobích nemění a pravděpodobný výnos je pro všechny investory v dané třídě výnosnosti stejný.
- 4) Nebere se do úvahy zdanění zisku.
- 5) Možnost získat úvěr a podmínky na jeho získání jsou pro všechny subjekty stejné.

Při zvyšujícím se podílu cizího kapitálu se požadavky akcionářů na vyšší výnos z jejich kapitálu neobjevují, až do jistého stupně zadlužení, ale plynule rostou. Od jistého stupně zadlužení se zvyšuje úroková míra z cizího kapitálu. Stoupající požadavky akcionářů pak překrývají finanční výhody z rostoucího podílu cizího kapitálu, takže průměrné náklady podniku na získání a vazbu kapitálu zůstávají stejné při jakékoliv finanční struktuře. Čím více si podnik půjčuje, tím více rizika se přenáší z akcionářů na věřitele. Blíže obr. 3^[10].

Obr. 3: Stupeň zadluženosti



- N_{VK} Náklady vlastního kapitálu
- N_K Náklady kapitálu
- N_{CK} Náklady celkového kapitálu
- V Výnosy

Zdroj: [Kráľovič – Vlachynský, 2002]

Zvyšování cizího podílu v kapitálové struktuře podniku zvyšuje náklady na vlastní kapitál, ale nezvyšuje průměrné náklady na celkový kapitál (zůstávají stejné), a nemění se ani tržní hodnota podniku.

D) Kompromisní teorie

Braley a Mayers spojili M-M přístup s reálnými podmínkami trhu (vzali do úvahy nejen vliv daní, ale i náklady na finanční riziko možného bankrotu) a vytvořili tzv. kompromisní teorii, tj. zobrazili volbu kapitálové struktury jako kompromis mezi výhodami úrokového daňového štítu a náklady finančních obtíží. Hodnotu podniku s dluhem vyjádřili:

$$\text{Hodnota podniku s dluhem} = \text{hodnota podniku financovaného jen VK} + \text{SH}_{\text{ÚDŠ}} - \text{SH}_{\text{NFO}}$$

kde $\text{SH}_{\text{ÚDŠ}}$ – současná hodnota úrokového daňového štítu
 SH_{NFO} – současná hodnota nákladů finančních obtíží

S rostoucím dluhem roste současná hodnota úrokového daňového štítu. Při mírné zadluženosti je pravděpodobnost finančních obtíží zanedbatelná a výhody úrokového daňového štítu převládají. V určitém bodě zadlužení však pravděpodobnost finančních obtíží rychle roste a náklady finančních obtíží začínají snižovat podstatnou část z hodnoty podniku. Teoretické optimum dosáhne podnik, když je současná hodnota daňových úspor z dalšího dluhu kompenzovaná zvýšením současná hodnoty nákladů finančních obtíží.

Autoři kompromisní teorie doporučují činit rozhodnutí o kapitálové struktuře ve vztahu k 4 dimenzím (daně, riziko, typ aktiv, finanční volnost). Podniky s nízkým ziskem a převahou nehmotných aktiv by si měly půjčovat méně než podniky s převahou hmotných aktiv (neboť když dojde k úpadku, hodnota jejich aktiv rychle klesá). Kompromisní model navzdory mnohým pozitivům však nevysvětluje, proč nejziskovější podniky v odvětví mají nejkonzervativnější kapitálovou strukturu. To vysvětluje teorie hierarchického pořádku^[10].

E) Teorie hierarchického pořádku

Tuto teorii vypracoval Mayers a je založená na dvou klíčových předpokladech:

1. Manažeři jsou lépe informováni o investičních příležitostech jejich podniků, než ostatní investoři mimo podnik (předpoklad asymetrických informací)
2. Manažeři jednají v nejlepším zájmu akcionářů

Na těchto předpokladech Mayers demonstroval, že podnik se bude někdy vyhýbat projektům s pozitivní čistou současnou hodnotou, když by přijetí těchto projektů znamenalo, že by musel emitovat nové akcie za cenu, která by nereflektovala skutečnou hodnotu jeho investičních příležitostí. Na druhé straně to nutí podnik analyzovat a vyhodnotit vlastní finanční situaci, pokusit se hledat vnitřní zdroje hotovosti, resp. zjistit nevyužitou dlužní kapacitu. Tato teorie nevysvětluje optimální kapitálovou strukturu, protože její východiskem je dělení VK na dva druhy – vnitřní (nerozdělený zisk a fondy) a

vnější (emise akcií), první je na začátku hierarchického pořádku, druhý na jeho konci.

Dle této teorie firmy používají vnitřní financování pokud můžou, a když musí použít vnější financování, dají přednost dluhu před emisí akcií. To vysvětluje, proč si méně ziskové firmy půjčují více. Není to tedy proto, že by měly za cíl dosáhnout vyššího zadlužení, ale protože potřebují víc vnějšího financování a také proto, že dluh je v hierarchickém pořádku na řadě hned po vyčerpání vnitřních fondů^[10].

F) Signalizační model kapitálové struktury

Tento model vychází z předpokladu asymetrických informací mezi manažery a investory. V tomto případě se však manažeři snaží poskytnout investorům pozitivní signál o podniku (přijetím kapitálové struktury s vysokým podílem dluhu), očekávají zájem investorů a následné zvýšení cen akcií. Tento signál využívají dobré podniky na odlišení od slabších konkurentů. Vysokou zadluženost si totiž můžou dovolit jen podniky s dostatečně velkou výnosností, které se jen s malou pravděpodobností můžou dostat do finančních těžkostí.

Celkově model predikuje, že podnik s lepšími ziskovými a růstovými možnostmi, může použít vyšší zadlužení, které však ne vždy odpovídá řádnému hospodaření podniku^[10].

2.1.3. Vlastní kapitál

Vlastní kapitál je podle obchodního zákoníku, tj. zákona č. 513/1991 Sb., § 6 odst. 4) charakterizován jako: „*Vlastní kapitál tvoří vlastní zdroje financování obchodního majetku podnikatele a v rozvaze se vykazuje na straně pasiv*“. Součástí vlastního kapitálu je základní kapitál, kapitálové fondy, fondy tvořené ze zisku a nedělitelný fond družstev a nerozdělené výsledky běžného období i minulých let^[25].

Vlastní kapitál, který patří majitelům podniku, je hlavním nositelem podnikatelského rizika. Podíl vlastního kapitálu na celkovém kapitálu je ukazatelem finanční jistoty podniku.

Vlastní kapitál se dále v rozvaze dělí na^[7]:

- **Základní kapitál** - peněžité i nepeněžité vklady společníků do společnosti
- **Kapitálové fondy** - hlavně tzv. emisní ážio (kladný rozdíl mezi skutečně dosaženou prodejní cenou akcií a jejich nominální hodnotou), dále např. bezplatné převzetí majetku, dotace
- **Fondy ze zisku (rezervní fondy)** – tvořeny ze zákona nebo jsou předepsány stanovami společnosti; jsou pojistkou proti nepředvídaným rizikům v podnikání (krytí ztrát, překonání nepříznivého průběhu hospodaření společnosti)
- **Nerozdělený hospodářský výsledek minulých let** – část zisku po odvodu daní, která se nerozděluje mezi majitele, ale slouží dalšímu podnikání
- **Hospodářský výsledek současného účetního období**

V rámci této základní klasifikace vlastního kapitálu se používají další třídící hlediska: zda jde o položky tvořené povinně (ze zákona) či dobrovolně, zda jsou účelově vázány (mohou být použity jen na určitý účel) nebo jsou k volnému užití, zda je jejich původem realizovaný či nerealizovaný zisk^[22].

2.2. Rozdílné pojetí kapitálu v podnikové praxi a na národohospodářské úrovni

Již v první kapitole se tato diplomová práce zmiňuje o rozdílném chápání definic kapitálu. V této diplomové práci bylo tedy konstatováno, že termín kapitál se v podnikové ekonomice užívá pro finanční zdroje (tj. pravá strana rozvahy – pasiva) a samotná kapitálová struktura podniku je struktura kapitálu (pasiv), ze kterého je financován majetek (aktiva).

Ovšem rozdílné pojetí kapitálu na národohospodářské úrovni vyplývá už ze samotné definice kapitálu. Dle (Samuelson – Nordhaus, 1995) je kapitál charakterizován v klasické a neoklasické teorii jako jeden ze tří výrobních vstupů (půda, práce, kapitál). Kapitál sestává ze statků dlouhodobého užití, jež se znovu používají ve výrobě. Hlavními prvky kapitálu jsou výrobní zařízení, budovy a zásoby. Mluví-li se o kapitálových statcích, má se rovněž na mysli reálný kapitál. Z této definice tedy vyplývá zásadní rozdíl v tom, jak chápeme kapitál v podnikové praxi a na národohospodářské úrovni. V podnikové praxi považujeme budovy, výrobní zařízení a zásoby za aktiva, tj. za majetek, kdežto na národohospodářské úrovni se to považuje za kapitál. Je nutné si uvědomit že národohospodářská sféra nepodléhá (ani to není možné) žádné právní formě podnikatelského subjektu, takže zde by nějaká definice kapitálu, odvozená od podnikové praxe byla nemožná.

Z hlediska národohospodářské úrovně popisuje tvorbu kapitálu (Samuelson – Nordhaus, 1995) následovně: *„Tvorba kapitálu vyžaduje vzdávat se po mnoho desetiletí současné spotřeby. Ve vyspělých ekonomikách může vcházet do tvorby kapitálu 10% až 20% národního důchodu. Ve srovnání s tím jsou však nejchudší agrární země často schopny spořit pouze 5% národního důchodu. V mnoha rozvojových zemích jsou nejtěživějším problémem příliš nízké úspory. Zvláště nejchudší oblasti se musí obtížně rozhodovat, zdali se vzácné zdroje použijí jako investice nebo pro uspokojení naléhavé současné spotřeby. Výsledkem bývají často příliš nízké investice do produktivního kapitálu, tak nezbytného pro rychlý ekonomický pokrok. Mnoha úspěšným zemím se střední úrovně národního důchodu – Jižní Korea, Tchajwan, Hongkong,*

Singapur – se podařilo zvýšit podíl svého produktu věnovaného na investice na 20% až 30%.

2.3. Determinující faktory kapitálové struktury podniku a možnosti jejich analýzy

2.3.1. Kapitálová struktura podniku

Kapitálová struktura podniku je taková struktura podniku, ze které je financován majetek tohoto podniku.

Struktura se skládá z: 1. Vlastní kapitál

- Základní kapitál
- Kapitálové fondy
- Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku
- Výsledek hospodaření z minulých let (nerozdělený zisk z minulých let)
- Výsledek hospodaření běžného účetního období

2. Cizí zdroje

- Rezervy
- Dlouhodobé závazky
- Krátkodobé závazky
- Bankovní úvěry a výpomoci
 - Dlouhodobé
 - Krátkodobé

3. Časové rozlišení

- Výdaje příštích období
- Výnosy z příštích období

Pokud hovoříme o optimální kapitálové struktuře, tak v rámci optimální kapitálové struktury podniku musíme posuzovat a analyzovat zejména relaci mezi vlastním a cizím kapitálem^[9].

Toto je závislé na:

- nákladech spojených se získáním příslušného druhu kapitálu
- velikosti a stabilitě podnikového zisku
- majetkové struktuře podniku
- udržení kontroly nad činností podniku

2.3.2. Kritéria volby kapitálu

Pod tímto výrazem rozumíme především výběr vhodné a optimální struktury a velikosti zdrojů financování podnikových aktiv – tedy vhodnou strukturu pasiv, neboli kapitálu.

Části kapitálové struktury

Vlastní zdroje

- 1) Základní kapitál – tato část vlastního kapitálu (jeho vytváření, zvyšování a snižování) vychází z obchodního zákoníku. Ten vymezuje základní typy obchodních společností (veřejnou obchodní společnost, komanditní společnost, společnost s ručením omezeným, akciovou společnost) a charakterizuje družstvo.
- 2) Kapitálové fondy – jedná se o vlastní zdroje, které podnik získal jinak než jako výsledek své hospodářské činnosti. Jejich původ může být jednak externí (podnik je získal zvnějšku), jednak interní, vyplývající ze změn ocenění aktiv. Do první (externí) skupiny patří emisní ážio a ostatní kapitálové fondy. Do druhé skupiny patří oceňovací rozdíly z přecenění majetku.

- Emisní ážio vzniká při zvyšování základního kapitálu upisováním nových akcií. Představuje rozdíl mezi jmenovitou (nominální) hodnotou akcie a jejím emisním kursem. Znamená to, že akcie se prodává dráž než je její jmenovitá hodnota. Obdobně může tento rozdíl vzniknout při upisování vkladů s ážiem.
- Ostatní kapitálové fondy - kapitálové vklady peněžní i nepeněžní povahy, které nezvyšují základní kapitál (a které nelze považovat za emisní ážio).
- Fondy tvořené z nerealizovaného zisku / ztráty: Tato část vlastních zdrojů pochází z rozdílu mezi dosavadním a novým oceněním aktiv, a to jak směrem nahoru, tak směrem dolů. Rozdíl z přecenění, který zvyšuje / snižuje původní ocenění určitého aktiva, tedy vyplývá ze samotné držby aktiva a nikoli z prodeje tohoto aktiva, při němž se teprve může tento rozdíl realizovat jako skutečně dosažený zisk či ztráta. Proto o takovém typu fondů hovoříme jako o fondech vytvořených z nerealizovaného zisku / ztráty.
- Fondy tvořené z realizovaného zisku podniku - Tyto fondy se tvoří z vykázaného (a tedy dosaženého, realizovaného) zisku. Tvorba a čerpání těchto fondů vyplývá z právních forem účetních jednotek.

Jedná se zejména o rezervní fond. Tento fond vytváří povinně společnost s ručením omezeným a akciová společnost ze zisku běžného účetního období po zdanění ("čistý zisk") nebo z jiných vlastních zdrojů mimo čistý zisk, pokud to zákon nevylučuje^[28]. Akciová společnost vytváří rezervní fond v době a v rozsahu určeném obchodním zákoníkem a stanovami společnosti. Společnost je povinna rezervní fond vytvořit z čistého zisku, vykázaného v řádné účetní závěrce za rok, v němž poprvé čistý zisk vytvoří. Výši takto vytvořeného rezervního fondu stanoví zákon v rozsahu nejméně 20 % ze zisku, maximálně však 10 % hodnoty základního kapitálu obchodní společnosti. Takto vytvořený rezervní fond se ročně doplňuje o částku určenou stanovami, nejméně však o 5 % z čistého zisku až do okamžiku, kdy dosáhne výše určené ve stanovách, minimálně však

20 % základního kapitálu. To neplatí, jestliže společnost již rezervní fond vytvořila příplatky nad emisní kurs akcií. Takto vytvořený rezervní fond může společnost do výše 20 % základního kapitálu použít pouze k úhradě ztráty, o jeho použití rozhoduje představenstvo akciové společnosti, pokud tuto rozhodovací pravomoc nesvěřily stanovy nebo obchodní zákoník jinému orgánu společnosti^[32].

Podíl na čistém zisku společnosti lze určit teprve po doplnění rezervního fondu v souladu s tímto zákonem, společenskou smlouvou nebo stanovami^[28].

U akciové společnosti toto nejvíce upravuje § 217 obchodního zákoníku.

3) Hospodářský výsledek - Součástí vlastního kapitálu je i hospodářský výsledek. Tento výsledek je sledován ve dvou položkách:

- Výsledek minulých let, který nebyl rozdělen (v případě zisku) nebo uhrazen (v případě ztráty);
- Výsledek za právě skončené účetní období. Protože jeho rozdělení podléhá schvalovacímu řízení obchodní společnosti (družstva), eviduje se zisk (ztráta) do doby jeho rozdělení. Část tohoto hospodářského výsledku se může rozdělit i mimo podnik ve formě dividend, podílů na zisku aj. O tuto částku se pak sníží vlastní kapitál, protože definitivně z podniku odchází^[22].

Cizí zdroje

- 1) Rezervy – představují budoucí závazky či výdaje, u nichž přesně není známa částka, popř. ani období. Obojí je třeba kvalifikovaně odhadnout a každoročně zpřesňovat. Rezervy se vytvářejí určitým procentem z určeného základu nebo v absolutní částce. Aby nedocházelo k neomezené tvorbě rezerv a tím ke zvyšování cizích zdrojů, které má za následek snížení hospodářského výsledku, stanoví účetní postupy, že každá rezerva se tvoří na základě současných skutečností, a že musí být známy okolnosti, jež opravňují její tvorbu. Tuto tvorbu, a to které rezervy lze odečíst od základu daně, upravuje zákon o rezervách, jehož nejnovější znění vstoupilo v platnost 1.7.2008 a je to zákon č. 126/2008 Sb., a proto je potřeba v praxi s tímto zákonem pracovat.
- 2) Bankovní úvěry – od ostatních obdobných úvěrů se liší svou dlouhodobostí
- 3) Dlouhodobé závazky – zahrnuje dlouhodobé závazky z obchodního i neobchodního styku s dobou splatnosti delší než 1 rok.

Dlouhodobé financování z cizích zdrojů:

Dlouhodobé financování (půjčky) jsou pevně zúročené úvěry, které se vyplácejí a splácejí v pevných, smluvně dohodnutých termínech. Na rozdíl od akcií a podílů zatěžují podniky také ve ztrátových letech úrokem, na druhé straně jsou úroky odpočitatelné od podnikového zisku, tj. jsou zachycovány jako účetní náklad a zmenšují vykázaný a zdanitelný zisk^[22].

Podle druhu obstarání kapitálu a právního zajištění rozlišujeme:

- 1) Půjčky (obligace)
- 2) Půjčky na dlužní úpisy
- 3) Hypotekární dluhy a pozemková břemena
- 4) Ostatní dlouhodobé půjčky

2.3.3. Analýza kapitálové struktury

Výše kapitálu je ovlivňována mnoha faktory, z nichž rozhodně žádný nelze podcenit. Při určení determinujících faktorů je potřeba si uvědomit, že tyto faktory jsou těmi zásadními, na které by se měl brát ohled. Nikoli však těmi jedinými a rozhodně nelze ostatní faktory považovat za bezvýznamné.

Za tradiční cíl je považována maximalizace zisku^[4] a základní ukazatel představoval celkový zisk^[15], popřípadě ukazovatele výnosnosti jako ROE (rentabilita vlastního kapitálu) nebo EPS (zisk na jednu akcii v případě a.s.).

To je tradiční pohled chápání cíle podnikání, ovšem pokud půjdeme do hloubky a podíváme se na tento problém více z blízka, tak nové rozšířené chápání (díky tomu že počítá při určení cíle podnikání, i s rizikem) považuje za *primární cíl podnikání maximalizaci tržní hodnoty firmy*^[1]. Jde o maximalizaci hodnoty podniku, resp. maximalizaci hodnoty pro vlastníky podniku za existence cílů dalších zájmových skupin^[a]. Tento cíl ukazují ukazatele MVA (Market Added Value – přidaná tržní hodnota) a EVA^[b] (Economic Value Added – ekonomická přidaná hodnota)^[19].

Náklady na kapitál se dělí také z hlediska finančního a alternativního. Za alternativní náklady na kapitál je považována tzv. překážková sazba, kterou jsou diskontovány budoucí peněžní toky na současnou hodnotu.

Za pomoci literatury, která je uvedena v seznamu literárního přehledu, jsem identifikoval 9 faktorů, které považuji za klíčové při volbě optimální, tj. determinující kapitálové struktury. Těchto 9 faktorů je uvedeno v následujících 9 bodech zde:

[a] Management podniku, zaměstnanci, dodavatelé, vláda, odbory, věřitelé, apod.

[b] V příloze je uvedeno schéma výpočtu tohoto ukazatele (EVA)

I. Průměrné náklady kapitálu (WACC)

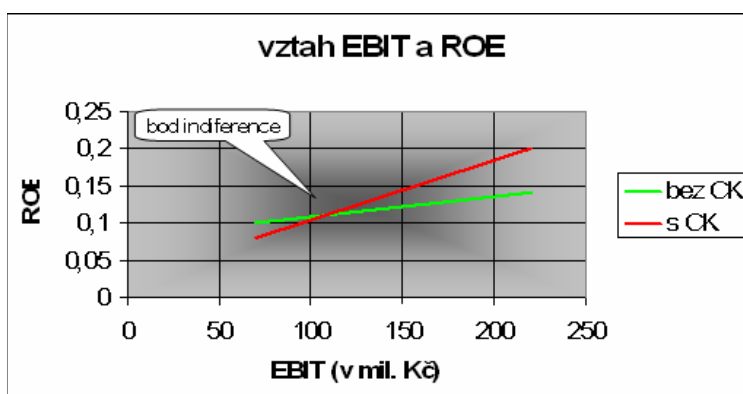
Průměrné náklady kapitálu lze chápat jako zdaněné náklady v jejich aktuální výši spojené se zapojováním dlouhodobých vlastních a cizích zdrojů do financování podniku. Pro výpočet průměrných nákladů kapitálu je nutné znát výši nákladů na cizí kapitál, výši nákladů na vlastní kapitál, podíl vlastních a cizích zdrojů na celkovém kapitálu podniku a míru zdanění. Tyto náklady se skládají z nákladů na vlastní kapitál (r_e), z nákladů na cizí kapitál (r_d).

II. Velikost a stabilita podnikového zisku

Podnik by měl usilovat o to, aby jeho zisky byly stabilní, a nestávalo se například to, že jeden rok je podnik ve ztrátě a druhý rok je v kladných číslech. Čím vyšší je perspektiva zisku a jeho stability, tím vyšší podíl cizího kapitálu si podnik může dovolit. Zadlužením může podnik zvýšit rentabilitu vlastního kapitálu (ROE), tzn. že využívá pozitivního vlivu tzv. finanční páky.

Existuje přímá lineární závislost mezi EBIT (zisk před zdaněním a úroky) a ROE. Ovšem také existuje určitý bod indiference, od kterého platí, že začíná působit efekt finanční páky. V bodě indiference můžeme tedy naměřit právě jednu hodnotu EBIT a ROE bez ohledu na strukturu kapitálu. Překročí-li EBIT hodnotu EBIT v bodě indiference, bude hodnota ROE vyšší pro tu kapitálovou strukturu, kde figuruje cizí kapitál než pro kapitálovou strukturu bez cizího kapitálu či s nižším poměrem cizího kapitálu.

Obr. 4: Vztah EBIT a ROE - graf



Zdroj: [Lazar, 2001]

Čím vyšší je předpoklad stability zisku, tím větší množství cizího kapitálu si podnik může dovolit používat. Přiměřeným zadlužením lze též zvýšit rentabilitu vlastního kapitálu (tzv. finanční páka) ^[7].

III. Všeobecné pravidlo pro výběr cizího kapitálu

Toto pravidlo sleduje následující vztah

$$(EBIT / K) * (1 - t) \geq (\text{nákladové úroky} / D) * (1 - t)$$

EBIT = zisk před zdaněním a úroky

K = celkový kapitál

D = cizí kapitál

t = sazba daně ze zisku

Při zjišťování nákladů na cizí kapitál vycházíme z účetního výkazu rozvaha a jde o položky:

- dluhopisy
- dlouhodobé bankovní úvěry
- běžné bankovní úvěry
- finanční výpomoci

Pro úplnost je nutné doplnit výše uvedené položky o informace z rozvahy :

- komplexní nájem
- finanční leasing
- ostatní úročené závazky

Náklady na výše uvedený cizí kapitál zjistíme z příslušných smluv. Do nákladů patří i náklady spojené se správou úvěru a počáteční poplatky (např. poplatky za posouzení žádosti). Průměrné náklady na cizí kapitál se vypočtou jako vážený aritmetický průměr ze všech nákladů na cizí kapitál^[12].

IV. Pravidlo přiměřeného úrokového krytí

Toto pravidlo by mělo respektovat podmínku, že zisk před zdaněním a úroky by měl být větší než trojnásobku nákladových úroků. Ideální je okolo 8^[29].

$$EBIT \geq 3 \times \text{nákladové úroky}$$

Čím vyšší je tedy úrokové krytí, tím je zadluženost podniku lepší.

Vypočítá se jako:

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{\text{zisk} + \text{placené úroky}}{\text{placené úroky}} * 100$$

Jde tedy o převrácenou hodnotu úrokového zatížení a udává, o kolik je zajištěno placení úroků. Čím je vyšší úrokové krytí, tím je finanční situace podniku lepší. Ziskové krytí úroku u dobře fungujícího podniku by se mělo rovnat 8. Hodnotu 4-6 lze považovat za dobrou, 2-4 za slabou s možností rizika. Pod 2 jde o hodnotu značně rizikovou^[29].

V. Výše zdanění

Při dostatečném zisku je možné využít úrokový daňový štít. Na skutečnosti, že cizí kapitál je levnější než kapitál vlastní, je založena tzv. finanční páka. Ovšem vedle finanční páky působí tzv. daňový efekt. V České republice, stejně jako ve většině zemí, totiž úroky z cizího kapitálu snižují daňové zatížení podniku, protože úrok jako součást nákladů snižuje zisk, ze kterého se platí daně. Cizí kapitál tak zvyšuje výnosnost podniku, tj. použitím levnějšího cizího kapitálu, tzv. daňovým efektem (daňovým štítem) ^[11].

Od tohoto roku vstoupila v platnost Zákon 261/2007 o stabilizaci veřejných rozpočtů, který zásadně také mění podmínky využití daňového štítu. Tato novela zákona postihne zejména podniky s malým základním kapitálem a velkým rizikem, neboť z této novely, pro účely této práce, vyplývá nejvýznamněji to, že daňově uznatelné jsou nově pouze úroky do výše základního kapitálu. Takže například pro investici ve výši 50 mil Kč financovanou cizími zdroji s úrokem 10% to u podniku se základním kapitálem 1 mil Kč dříve byly daňově uznatelné úroky ve výši 5 mil Kč. Při výši daně 24% to znamenalo výši daňového štítu 1,2 mil Kč. Nově bude tedy maximální výše daňově uznatelných úroků v daném případě 1 mil Kč a při sazbě daně 21% to tedy činí 210 tis. To tedy vyvolává ztrátu ve výši 990tis Kč^[30].

Daňový štít je výhoda při dluhovém financování firmy, která je daná tím, že úrok je náklad odpočitatelný od daňového základu. Metoda se používá při změnách struktury pasiv tak, aby celkový užitek majitelů z vlastnictví byl větší. Nejde zde o jednorázový, ale trvalý efekt, metoda se používá vesměs pro větší kapitálové firmy - a.s. Mimo tohoto daňového štítu se v literatuře používá termín i "odpisový", anebo "leasingový" daňový štít, ale nepovažují je za srovnatelné s úrokovým při změně struktury pasiv, nejde zde o trvalý efekt.

Se vstupem platností nového zákona 261/2007 lze konstatovat, že pro podniky s vyšší mírou podnikatelského rizika, což je zcela běžné v určitých odvětvích, u menších podniků nebo v "problematických" regionech, bude mít nové opatření zákona o dani z příjmů velmi negativní dopad. V těchto segmentech očekáváme útlum investiční aktivity a růstu, a to zejména, pokud

podniky nenajdou východisko v nějaké formě daňové optimalizace^[31]. Dále je důležité, že ne všechny úroky lze odečíst.

VI. Výše rizika

Vyšší riziko v podnikání by mělo brzdit podniky ve snaze se příliš zadlužovat. Intuice napovídá, že riziko je v určitých situacích větší než v situacích jiných. Výše rizika vyplývá z hodnoty aktiva, úrovně hrozby a zranitelnosti aktiva. Riziko se dá měřit vesměs dvěmi základními metodami. Kvantitativní a kvalitativní metody vyjádření veličin analýzy rizik. V analýze rizik se používá buď jeden z těchto dvou přístupů, nebo jejich kombinace.

Kvalitativní metody se vyznačují tím, že rizika jsou vyjádřena v určitém rozsahu (například jsou obodována <1 až 10>, nebo určena pravděpodobností <0;1> nebo slovně). Úroveň je určována obvykle kvalifikovaným odhadem. Kvalitativní metody jsou jednodušší a rychlejší, ale více subjektivní. Obvykle přináší problémy v oblasti zvládání rizik, při posuzování přijatelnosti finančních nákladů nutných k eliminaci hrozby, která může být kvalitativní metodou charakterizována třeba jako „velká až kritická“. Tím, že chybí jednoznačné finanční vyjádření, se kontrola efektivnosti nákladů znesnadňuje.

Kvantitativní metody jsou založeny na matematickém výpočtu rizika z frekvence výskytu hrozby a jejího dopadu. Vyjadřují dopad obvykle ve finančních termínech jako například tisíce Kč. Nejčastěji je vyjádřeno riziko ve formě roční předpokládané ztráty (anglicky AnnualizedLossExpectancy – ALE), která je vyjádřena finanční částkou. Kvantitativní metody jsou více exaktní než kvalitativní; jejich provedení sice vyžaduje více času a úsilí, poskytují však finanční vyjádření rizik, které je pro jejich zvládání výhodnější.

Nevýhodou kvantitativních metod je kromě jejich náročnosti na provedení a zpracování výsledků často vysoce formalizovaný postup, jenž může vést k tomu, že nebudou postihnuta specifika posuzovaného subjektu, která mohou vést k jeho vysoké zranitelnosti, a to z důvodů „zahlcení“ hodnotitele značným objemem formálně strukturovaných dat. (Dalo by se vyjádřit slovy „kvůli stromům není vidět les.“)¹⁸.

VII. Majetková struktura podniku

Mělo by se respektovat pravidlo, které říká, že dlouhodobý majetek by měl být kryt dlouhodobým kapitálem a krátkodobý majetek by měl naopak být financován krátkodobými dluhy. Pod pojmem struktura kapitálu je nutno chápat především poměr a kombinace užití vlastního a cizího kapitálu, které s sebou přináší své klady i zápory. Základním cílem je růst hodnoty podniku. Tu lze měřit pomocí zisku, rentability, ekonomické či tržní přidané hodnoty. Velikost hodnoty podniku odpovídá současné hodnotě budoucích ekonomických užitků plynoucích z vlastnictví podnikových aktiv.

Pro dosažení výše uvedeného cíle je z pohledu struktury kapitálu důležité sledovat tzv. vážený průměr nákladů na kapitál (WACC). Více viz. bod lb.

Výpočet samotného vzorce není komplikovaný, obtížné je však spočítat správné a nezkreslené náklady na vlastní a cizí kapitál^[7].

Dále bude pokračování tohoto bodu rozvedeno v kapitole 2.4.

VIII. Finanční volnost

Rychle dostupné finanční prostředky znamenají pro podnik určitou finanční volnost – rychle dostupné jsou především interní finanční zdroje. Toto souvisí s likviditou.

Závažnou otázkou při rozhodování financování podniku je struktura dluhů, tj. podíl krátkodobého a dlouhodobého cizího kapitálu. Krátkodobý cizí kapitál je levnější, takže má větší použití, ale zvyšuje se riziko platební neschopnosti, protože musí být splacen v krátké době. Tento kapitál by měl být použit pouze k financování takového majetku, kterým lze rychle a beze ztrát dluhy splatit. Měl by být použit k financování likvidních aktiv.

Schopnost jednotlivých aktiv přeměnit se rychle a bez větších ztrát na peníze se tedy nazývá likvidita a je to schopnost podniku uhradit své závazky včas a v plné výši. Likvidita podniku je předpokladem jeho finanční stability. Pokud je podnik trvale nelikvidní, dostává se do platební neschopnosti a není schopen platit dluhy v době, kdy jsou splatné. Likvidita by tedy měla být optimální.

Vysoká likvidita sice znamená nižší nebezpečí platební neschopnosti, ale i nižší výnosnost podniku, protože peníze v pokladně mají nulovou výnosnost a na účtech jen velmi nízkou

„Zlaté pravidlo likvidity“

- krátkodobý kapitál se používá ke krytí krátkodobého majetku
- dlouhodobý kapitál se používá ke krytí dlouhodobého majetku
- použití dlouhodobého cizího kapitálu k financování krátkodobého majetku je nevhodné
- použití krátkodobého cizího kapitálu k financování dlouhodobého majetku je vysoce riskantní
- že je žádoucí udržovat optimální poměr vlastních a cizích zdrojů

- přebytek oběžného majetku nad krátkodobým cizím kapitálem tvoří tzv. čistý pracovní kapitál: částka volných prostředků, která zůstane podniku k dispozici po úhradě všech běžných závazků $OM > KCK$
- přebytek krátkodobého cizího kapitálu nad oběžným majetkem znamená to, že podnik má nekrytý dluh $OM < KCK$
- optimální stupeň zadluženosti a optimální strukturu dluhů je těžké v praxi určit – pravidlo, že dluhy je účelné zvyšovat, dokud vyšší zadluženost zvyšuje majetek akcionářů

2.3.4. Analýza zadluženosti v podniku

Ukazatelé zadluženosti zkoumají, jaká část majetku podniku je financována cizími zdroji. Každý podnik je do určité míry zadlužený. Cizí zdroje umožňují podniku, aby mohl operovat ve větším záběru a dosahovat úspor z rozsahu. Zadluženost zároveň přináší i riziko. Zadluženější podnik je investory také vnímán jako rizikovější investice než podnik nezadlužený. Proto je důležité najít optimální míru zadluženosti, která v návaznosti na předcházející část, zvýší maximálně tržní hodnotu firmy. Jedná se zde tedy o takový poměr vlastního a cizího kapitálu, který umožní používat výhod dodatečných cizích zdrojů a zároveň neohrozí podnik, neboť při vysokém stupni zadluženosti pak je pro podnik velice těžké získat dodatečné cizí zdroje, resp. budou tyto zdroje pak již velice drahé^[*].

Ukazatelé zadluženosti tedy vypovídají o tom, kolik majetku podniku je kryto cizím kapitálem. Hodnota tohoto ukazatele by se měla pohybovat podle následující tabulky č. 1:

Tabulka č. 1

Interpretace hodnot zadlužení podniku

do 0,3	Velice nízká zadluženost
0,3 – 0,5	Průměrná zadluženost
0,5 – 0,7	Vysoká zadluženost
0,7 a výše	Velmi vysoká – riziková - zadluženost

Pramen: <http://business.center.cz>

[*] Existují i rozdíly v pohledech na optimální míru zadluženosti mezi národy. Například v Japonsku považují za optimální míru zadluženosti 20-30%, v Anglosaských zemích je to kolem 50%, blíže viz. tabulka č. 3

2.4. Vliv kapitálové struktury a volby zdrojů financování na výkonnost podniku

2.4.1. Kritéria volby velikosti a struktury kapitálu

Určení celkové velikosti potřebného kapitálu je poměrně složité a záleží mimo jiné především na těchto hodnotách:

- Velikost podniku - obecně platí, že čím větší podnik, tím větší kapitál vyžaduje
- Stupeň mechanizace - čím větší použití techniky, tím větší kapitál
- Rychlost obratu kapitálu - čím rychlejší obrat, tím menší kapitál
- Organizace odbytu - podnik s vlastní prodejní sítí vyžaduje vyšší kapitál než prodej přes obchodní podniky

Tyto kritéria jsou rozpracované již v kapitole 2.3.3. v bodě VII. Nyní bude vycházeno z tohoto bodu a navázáno na něj a tento bod bude rozveden. Tento bod tedy bude rozveden o to co je nutné, aby bylo možné relevantně vypočítat, jakou strukturu kapitálu zvolit. Musí se tedy určit, jaké jsou náklady na vlastní kapitál, a jaké jsou náklady na cizí kapitál.

2.4.2. Náklady na vlastní kapitál

Jejich vypočítání je značně náročné, neboť je ovlivňuje druh akcií, které společnost emitovala. Postup musí být korigován podle toho, zda byly emitovány pouze kmenové, nebo i prioritní či jiné akcie.

Pro ocenění nákladů vlastního kapitálu je možné použít několika způsobů. Nejsnazším se jeví využití nákladů ušlé příležitosti, kdy lze vzít v úvahu obětovaný výnos z jiné nevyužité investiční příležitosti se shodnou mírou rizika pro vlastní kapitál (např. výnos státní obligace). Lze též využít přesnější všestrannější a sofistikovanější postupy, které respektují více kritérií,

ale jejich výpočet je velmi náročný a zdlouhavý. Příkladem jsou např. model CAPM nebo tzv. stavebnicový způsob.

Všeobecně platí, že je doba splatnosti kapitálu delší, tím vyšší cenu za něj uživatel musí zaplatit. Z tohoto hlediska vychází VK jako nejdražší, protože jeho splatnost je neomezená. Dalším hlediskem je rizikovost. Čím větší riziko, tím vyšší cenu za kapitál požaduje. Nejnebezpečnější, a tedy i nejdražší, je právě kapitál akciový, za který by akcionáři měli oprávněně požadovat dividendy vyšší, než je běžný nákladový úrok^[7].

2.4.3. Náklady na cizí kapitál

Za náklady na cizí kapitál lze dosadit průměrnou úrokovou míru zjištěnou z velikostí a cen jednotlivých úvěrů přijatých podnikem. Pro orientaci lze též využít i odhad úrokové míry z dlouhodobých úvěrů daný poměrem Nákladové úroky / Bankovní úvěry.

Využití cizího kapitálu je sice levnější než využití vlastního, ale s růstem zadluženosti rostou nejen náklady dluhu i náklady vlastního kapitálu v důsledku zvýšeného rizika věřitelů i akcionářů při vyšším zadlužení. Průměrné náklady na kapitál (WACC) se obvykle nejprve snižují a teprve při vysoké zadluženosti rostou. Optimální míra zadluženosti je v bodě, kdy jsou náklady minimální.

Volba kapitálové struktury je složitým a vícekritériálním procesem, kde často jednotlivé prvky působí i proti sobě, a je úkolem rozhodovacího procesu, jakou váhu jim přisoudí. Z mnoha by měli být zmíněny alespoň tyto:

- Velikost a stabilita podnikového zisku – čím vyšší je předpoklad stability zisku, tím větší množství cizího kapitálu si podnik může dovolit používat. Přiměřeným zadlužením lze též zvýšit rentabilitu vlastního kapitálu (tzv. finanční páka)
- Provozní páka – v ní jde o vliv vyráběného množství na hrubý zisk. Výroba s větším množstvím fixních nákladů je při větším množství výnosnější, než s vyšším množstvím variabilních nákladů. Je však též rizikovější v případě nízké poptávky.
- Stabilita tržeb – pokud jsou nestálé, rozkmitávají ještě více účinky provozní páky.
- Majetková struktura podniku – struktura kapitálu by měla odpovídat likviditě aktiv. Dlouhodobá aktiva by měla být kryta pouze vlastním nebo dlouhodobým cizím kapitálem.
- Finanční nezávislost podniku – schopnost opatřit finanční prostředky v případě investiční příležitosti. Doporučena je tato hierarchie při volbě kapitálu: Vnitřní vlastní (zisk), vnitřní cizí (stálá pasiva), vnější cizí (nové úvěry) a vnější vlastní (nové akcie)
- Stabilita rozdělování hospodářského výsledku^[7]

2.4.4. Ukazatelé výkonnosti kapitálu

Výkonnost podniku je posuzována z hlediska vlastníka podniku a kritériem pro zhodnocení investice akcionáře je čistá současná hodnota. Pouze investice s čistou současnou hodnotou tvoří pro vlastníka hodnotu a je tedy přijatelná. Čistá současná hodnota se vypočítá jako rozdíl diskontovaných příjmů od současné výše potřebné investice. Aplikační podoby čisté současné hodnoty jsou pak představovány:

1. trhem přidaná hodnota: srovnání tržní ceny a účetní hodnoty vlastního kapitálu
2. ekonomická přidaná hodnota: srovnání skutečné a vzhledem k riziku požadované výnosnosti vlastního kapitálu
3. produktivita souhrnu faktorů: srovnání vstupů a výstupů

Čistá současná hodnota je dynamická metoda vyhodnocování efektivnosti investičních projektů, která za efekt z investice považuje peněžní příjem z investice jehož základ tvoří očekávaný zisk po zdanění, odpisy, event. ostatní příjmy. Čistá současná hodnota se může definovat jako rozdíl mezi diskontovanými peněžními příjmy z investice a kapitálovým výdajem. Jestliže se kapitálový výdaj uskutečňuje delší dobu, pak je čistá současná hodnota rozdíl mezi diskontovanými peněžními příjmy z investice a diskontovanými kapitálovými výdaji v jednotlivých letech^[21].

Matematicky se čistá současná hodnota vyjádří zjednodušeně jako:

$$\check{C} = \sum_{n=1}^N Pn \frac{1}{(1+i)^n} - K$$

Kde: \check{C} = čistá současná hodnota

Pn = peněžní příjem z investice v jednotlivých letech

i = požadovaná výnosnost (úrok v %/100)

n = jednotlivá léta životnosti

K = kapitálový výdaj

Dalším dynamickou metodou hodnocení efektivnosti, je vnitřní výnosové procento. Vnitřní výnosové procento je definováno jako taková úroková míra, při které je současná hodnota peněžních příjmů z investice rovna kapitálovým výdajům. Jedná se tedy v návaznosti na čistou současnou hodnotu o takovou úrokovou míru, při níž je čistá současná hodnota rovna nule^[21].

Matematicky se vnitřní výnosové procento vyjádří zjednodušeně jako:

$$\sum_{n=1}^N Pn \frac{1}{(1+i)^n} = K$$

Kde: N = doba životnosti projektu

Pn = peněžní příjem z investice v jednotlivých letech

i = požadovaná výnosnost (úrok v %/100)

n = jednotlivá léta životnosti

K = kapitálový výdaj

3. Metodika

Úkolem mé diplomové práce bylo posoudit význam a úlohu kapitálu v podniku z Jihočeského kraje, zaměřit se na faktory, které ovlivňují kapitálovou strukturu podniku a možnosti jejich analýzy.

Dále zhodnotit vliv různých zdrojů financování na výkonnost podniku. U toho podniku z Jihočeského kraje aplikovat vybrané metody analýzy kapitálové struktury, včetně doporučení ke zlepšení finanční situace, resp. ke zvýšení jeho výkonnosti. Informace pro hodnocení faktorů, které nejvíce ovlivňují kapitálovou strukturu podniku budou čerpány z rozvahy, výkazu zisků a ztrát a od vedoucích pracovníků firmy.

Využiji i data z minulosti a to za účelem snahy o předpovědi budoucích kapitálových toků a toho, jak si nejspíše společnost v budoucnu povede. Je ale nutno dodat, že v případě analyzované společnosti, zde hraje roli i politické riziko, které má na analyzovanou společnost přímý vliv, protože analyzovaná společnost je závislá na státních výběrových řízeních, které se neustále mění, a společnost se musí snažit ve výběrových řízeních uspět a stává se, že i již ukončené výběrové řízení jsou pak napadané, či nějak pozměňované.

Tyto data budu implementovat do jednotlivých ukazatelů, které byly popsány v literární části. Použití konkrétních ukazatelů bude popsáno spolu s výstupy, aby byly výsledky jednoduše interpretovatelné.

V závěru práce pak bude udělán souhrn zjištěných výsledků a doporučení, které by mělo mít pro vlastníky a management podniku, vypovídající hodnotu z hlediska efektivnosti podnikání a skladby samotné kapitálové struktury.

Primární ukazatelé

Název	Značka	Výpočet
Aktiva	A	R001
Pasiva	P	R062
Vlastní kapitál	VK	R063
Čistý zisk	ČZ	VZZ
Cizí zdroje	CK	R081
Finanční majetek	FM	R052
Provozní cash flow	CF	Výkaz CF
Nákladové úroky	NÚ	VZZ
Výsledek hospodaření	HV	R080

Sekundární ukazatelé

Název	Značka	Výpočet
Rentabilita celkového kapitálu	RCK	$RCK = \frac{\check{C}Z}{A}$
Rentabilita vlastního kapitálu	RVK	$RVK = \frac{\check{C}Z}{VK}$
Celková zadluženost	CZ	$CZ = \frac{CK}{A}$
Koeficient zadluženosti	Koef. zadl.	$Koef. zadl. = \frac{CK}{VK}$

Doba splácení dluhů	DSD	$DSD = \frac{CZ - FM}{CF}$
Analýza hodnoty úrokového krytí	AHÚK	$AHÚK = \frac{EBT + NÚ}{NÚ}$
Rentabilita celkového kapitálu	ROA	$ROA = \frac{HV}{P}$
Rentabilita vlastního kapitálu	ROE	$ROE = \frac{HV}{VK}$
ROA na bázi CF	ROAbCF	$ROAbCF = \frac{CF}{P}$
ROE na bázi CF	ROEbCF	$ROEbCF = \frac{CF}{VK}$
Stupeň oddlužení	SODD	$SODD = \frac{CF}{CK}$

4. Charakteristika vybraného podnikatelského subjektu (z Jižních Čech)

Lesy Hluboká nad Vltavou a.s.

Lesnické a myslivecké tradice v Hluboké nad Vltavou sahají až do dob vládnutí šlechtických rodů místního regionu. Novodobý vývoj společnosti vedl přes Lesní závody, které byly privatizací v roce 1992 transformovány na akciové společnosti a státní podnik.

Lesy Hluboká, akciová společnost, vznikla 1.10.1992 transformací Jihočeských státních lesů České Budějovice ve druhé vlně kupónové privatizace. Původním majitelem akciové společnosti byl FNM. Od roku 1994 do roku 1998 se o významné akcionářské podíly dělily různé právnické osoby, které zde uplatňovaly svůj vliv na řízení společnosti. V průběhu roku 1998 nabyla rozhodující balík akcií společnost Ekofidas s.r.o. V roce 1999 bylo rozhodnuto o převedení podnikatelských aktivit na dceřinou společnost Lesy Hluboká nad Vltavou a.s., která je v současnosti nositelkou lesnických i mysliveckých tradic v Hluboké nad Vltavou. Společnost v současné době (1.11.2007) zaměstnává 145 zaměstnanců, z nichž 37 tvoří technickohospodářští pracovníci. Základní kapitál tvoří 53 miliónů Kč a aktiva celkem 116 miliónů Kč. Obrat společnosti v minulém roce činil 392 mil.Kč.

Předmětem podnikání společnosti je oblast komplexních lesnických služeb a dále se zabývá myslivostí. Pod pojmem komplexních lesnických služeb se rozumí pěstební činnost, těžba a zpracování dřeva, doprava dříví a výroba sadebního materiálu.

Společnost zajišťuje komplexní servis pěstebních prací, od přípravy půdy, obnovu lesa, ochranu pěstovaných kultur po pěstební zásahy ve starších porostech. Tyto služby jsou převážně vykonávány pro Lesy ČR, s.p. Hradec Králové, jehož podíl na obratu je nejvýznamnější. Dále společnost provádí pěstební práce pro okolní i vzdálené obce a zajišťuje úpravu alejí v okolí Hluboké nad Vltavou.

Vývoj ekonomických ukazatelů v čase

Od roku 1999, kdy (jak je uvedeno v textu) vznikla společnost v takové podobě, v jaké se nachází nyní, se ekonomické ukazatele nevyvíjeli lineárně, ale jejich vývoj byl kolísavý. Za 8 let se ale veškeré základní ukazatele značně zvýšily.

Aktiva společnosti dosahovala v roce 1999 82,32 mil korun, v roce 2000 dosáhla již 107,498 mil a růst vyvrcholil v roce 2001 ve kterém dosahovala aktiva 115,532 mil korun. Po té došlo ve sledované firmě k restrukturalizaci a celková aktiva se začala snižovat. V roce 2002 na 100,689 mil. korun a dále v roce 2001 na 69,203 mil. korun. Rok 2001 byl tedy nejzásadnější. Nejnižšího stavu aktiv dosáhla společnost v roce 2004 s 66,304 mil. korunami. Po té opět nastal růst a společnost měla v roce 2005 93,140 mil. korun a v roce 2006 115,700 mil. korun.

Na druhou stranu cizí zdroje měly ve sledovaném období rostoucí tendenci. Sice v roce 2001 a 2003 poklesly, ale jejich pokles byl relativně jen velmi malý, ale v ostatních letech rostly a jejich celkový růst za sledovaných 8 let dosáhl 493%. Nejvyššího meziročního růstu dosáhly cizí zdroje v roce 2005, a to o 73%.

Hospodářský výsledek má kolísavou tendenci s ohledem na klimatické vlivy a úspěšnost při získávání veřejných zakázek, na kterých je daná firma silně závislá. V tomto případě proto nelze vypožorovat jednoznačný trend, ovšem lze konstatovat, že se firma neustále rozrůstá, a získává stále více zakázek a tím pádem rozsah prací neustále snižuje volatilitu podnikání. To je způsobené tím, že v době, kdy měla (v roce 1999) firma mnohem menší množství zakázek, pak ztráta nějaké zakázky postihovala firmu mnohem více, než v současnosti, kdy už má firma mnohem více státních zakázek, a její podnikání je tak mnohem více diverzifikované. Samotné hodnoty hospodářského výsledku jsou uvedené v tabulce č. 5, v praktické části této práce.

5. Analýza kapitálové struktury ve vybraném podniku

Tato praktická část naváže na literární část, ve které byla definována kapitálová struktura. Data, která budou použita v samotné praktické části pocházejí od vedení podniku. Dále jsou zveřejněná data volně přístupná na internetu, na portálu www.justice.cz. K určení ideální kapitálové struktury je potřeba si nejprve vyjasnit cíl, kterého se firma snaží dosáhnout.

V této části je ovšem potřeba dodat, že u dané firmy nejsou její akcie veřejně obchodovatelné, a proto je prakticky nemožné zjistit, jaká je jejich tržní hodnota v současnosti, a jak se vyvíjela tato tržní hodnota ve sledovaném období.

Proto k určení a definování optimální kapitálové struktury bude přístupováno z hlediska účetního zisku a dále k měření hodnoty firmy za využití ukazatelů rentability, které jsou uvedené v metodice této práce, a které budou hodnotu podniku charakterizovat.

Samotná analýza bude složena ze třech částí. V první části budou provedeny analýzy zadluženosti. Zadluženost je rozhodně determinujícím faktorem při každém podnikání. Dále budou následovat analýzy rentability, analýzy vztahu mezi zadlužeností a rentabilitou, analýzy rentability na bázi cash flow a nakonec bude provedena analýza vztahu mezi zadlužeností a rentabilitou, která bude spočtena na bázi cash flow. V závěru této práce pak bude provedeno zhodnocení dosažených výsledků.

K analýze budou použity následující účetní výkazy:

- výkaz zisků a ztrát za roky 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006
- rozvaha za roky 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006
- cash flow za roky 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006

5.1.1. Analýza zadluženosti v podniku

Všeobecně není možné říci přesné číslo ohledně zadluženosti podniku, neboť toto číslo se liší v závislosti na odvětví podnikání, dále na výnosnosti podniku a je potřeba právě pro daný sektor, a zejména daný podnik, tuto konkrétní hodnotu najít. Tento ukazatel se musí počítat také s ohledem na vize do budoucnosti (růst podniku, transformace, apod.). Tento ukazatel se často nazývá jako ukazatel věřitelského rizika. To je z důvodu, že v případě likvidace firmy roste riziko věřitelů úměrně růstu zadluženosti této firmy.

Věřitelé proto preferují nízký ukazatel zadluženosti. Na druhou stranu vlastníci zase potřebují větší finanční páku, aby znásobili svoje zisky, a proto je potřeba nalézt vždy optimální úroveň zadluženosti, která bude ideální pro obě strany.

Obecně platí, že když je ukazatel zadluženosti vyšší jak 50%, věřitelé vždy váhají s poskytnutím úvěru, a když už ho poskytnou, tak zpravidla žádají vyšší úrok.

Samotný výpočet bude navazovat na vzoreček uvedený v metodice, tj.:
celková zadluženost = cizí kapitál / celková aktiva

Přehled zadluženosti a její celkový vývoj v čase je uveden v tabulce č. 2. na další stráně této práce.

Na ukazatel celkové zadluženosti navazuje koeficient zadluženosti, který udává pak přímo, jaký je v podniku poměr cizího a vlastního kapitálu. Tento koeficient je tedy téměř úměrně^[*] lineární ukazateli celkové zadluženosti (až do úrovně 100%, pak už roste rychleji) a vypočítá se jako poměr:

$$\text{koeficient zadluženosti} = \text{cizí kapitál} / \text{vlastní kapitál}$$

[*] Zcela přímá úměra většinou nemůže v praxi existovat, a ani v uvedené případové studii neexistuje, z důvodu existence ostatních pasiv (pasiv uvedených v bodu C rozvahy), ale tyto pasiva nejsou a ani nebývají v poměru k ostatním nijak významná, a proto lze označit koeficient za úměrně lineární ukazateli celkové zadluženosti

Tabulka č. 2: Vývoj ukazatelů zadluženosti podniku v jednotlivých letech^[*]

	2000	2001	2002
Vlastní kapitál (v tis. Kč)	67 992	71 143	50 234
Cizí zdroje (v tis. Kč)	38 845	36 860	42 099
Celková aktiva (v tis. Kč)	107 498	115 514	100 689
Celková zadluženost (v %)	36,14	31,91	41,81
Koeficient zadluženosti (v %)	57,13	51,81	83,81

2003	2004	2005	2006
56 387	27 121	24 435	39 905
44 480	38 926	67 367	74 504
107 650	66 304	93 140	115 700
41,32	58,71	72,33	64,39
78,88	143,53	275,70	186,70

Zdroj: Účetní výkazy a vlastní výpočty

Z tabulky je patrné, že zadlužení podniku představovalo v roce 2000 36,14%, dále pak v roce 2001 kleslo na 31,91%, ale poté v roce 2002 stoupl na 41,81%. V roce 2003 ho lze považovat za stagnující, ale poté nastal výrazný růst zadluženosti, kdy se v roce 2004 zadluženost zvýšila na 58,71%. V roce 2005 se dále zadluženost zvýšila dramaticky na 72,33% a až v roce 2006 zadluženost klesla na 64,39%. Z těchto hodnot lze tedy interpretovat, dle obecného doporučení ohledně míry zadluženosti uvedeného v tabulce č. 1, že od roku 2000 do roku 2003 byla zadluženost průměrná. V letech 2004 a 2006 byla zadluženost vysoká a v roce 2005 se zadluženost mohla označit dokonce za rizikovou.

[*] Zaokrouhlováno je vždy na dvě desetinná místa

Do předcházející tabulky by se ještě dal doplnit o koeficient samofinancování, který dává přehled o finanční struktuře podniku, tj. do jaké míry jsou aktiva financována vlastním kapitálem. Je doplňkem k ukazateli celkové zadluženosti. Vyjadřuje tedy finanční nezávislost firmy. Tento ukazatel v tabulce není uvedený, neboť je poměrně dosti podobný ukazateli celkové zadluženosti a prakticky je pouze jeho numerickou hodnotou dopočtenou tak, aby se suma těchto dvou hodnot blížila ke 100%^[].*

Ukazatelé zadluženosti budou v kapitole č. 5.5. za použití korelační analýzy porovnávány s dalšími sledovanými ekonomickými ukazateli uvedenými v dalších kapitolách. To je provedeno z důvodu zjištění, do jaké míry vzájemný poměr cizího a vlastního kapitálu závisí na nákladech podniku souvisejících s pořízením zdrojů a je to prováděno z důvodu, že za cizí kapitál se platí úroky, které rostou s růstem zadluženosti podniku. V provedené analýze bude tedy zkoumáno jakou měrou rostou tyto náklady.

Vzhledem k velice se měnícímu zadlužení podniku, které bylo nejvíce patrné na koeficientu zadluženosti, bude hned provedena analýza, zda se v podniku změnila doba splácení dluhů (v letech). K tomu je potřeba vyjít z velikosti cizích zdrojů, velikosti finančního majetku a znalosti cash-flow. Hodnoty vyjdou v letech. Samotný ukazatel se vypočítá následovně:

Doba splácení dluhů = (Cizí zdroje – finanční majetek) / provozní cash flow

Ukazatel udává, po kolika letech by byl podnik schopen při stávající výkonnosti splatit své dluhy. Hodnoty výpočtů doby splácení dluhů jsou uvedeny v tabulce č. 3 na následující straně.

[*] 100% to nikdy být nemůže, protože zde činí rozdíl ostatní pasiva uvedená v příloze C rozvahy

Tabulka č. 3: Ukazatel doby splácení dluhů v podniku v jednotlivých letech^[a]

	2000	2001	2002
Finanční majetek (v tis. Kč)	1 462	3 030	3 381
Cizí zdroje (v tis. Kč)	38 845	36 860	42 099
Provozní cash flow (v tis. Kč)	5 273	5 273	-17 214
Doba splácení dluhů v letech	7,09	6,42	x

2003	2004	2005	2006
8 751	6 722	5 851	14 028
44 480	38 926	67 367	74 504
-14 665	1 260	5 846	6 146
x	25,56	10,52	9,84

Zdroj: Účetní výkazy a vlastní výpočty

Hodnoty do roku 2001 vypovídají o dobré schopnosti podniku splácet své závazky, ovšem poté nastává pro podnik období, ve kterém jsou hodnoty ukazatele velice špatné. Zejména rok 2002, 2003 a také 2004 ukazují velmi ohroženou schopnost podniku splácet včas své závazky. V roce 2002 byla firma účetně ve ztrátě, proto jsou v tabulce místo let uvedené symboly x, neboť by dosazením do vzorce došly záporné hodnoty, což je nesmyslné a také v roce 2003 byl cash flow záporný, díky vysoké změně stavu pohledávek z provozní činnosti, přechodných účtů aktiv. Od roku 2005 se situace opět zklidňuje, ovšem i nadále zůstává neuspokojivá^[b], a podnik musí hradit ztrátu z minulých let, kterou také dle výroční zprávy hradí.

^[a] Zaokrouhlováno je vždy na dvě desetinná místa

^[b] Průměrná doba splacení dluhu v České Republice přesahuje 8 let, v zahraničí se pokládají za finančně zdravé podniky takové, jež jsou schopné splatit svůj dluh již za 3 roky, průměr v průmyslu v zahraničí jsou 4 roky, u řemeslných živností je to 5 let, u velkoobchodů 6 a u maloobchodů 8 let.
Zdroj: www stránky Business center, dostupný na [www: http://business.center.cz](http://business.center.cz)

5.1.2. Analýza hodnoty úrokového krytí

V návaznosti na předcházející tabulku, která zejména pro roky 2002-2004 nevyšla vůbec příznivě, bude nyní analyzována schopnost úrokového krytí. Zde bude poměřován EBIT (Earnings before Interest and Taxes – zisk před úroky a daněmi) s nákladovými úroky. Tento ukazatel informuje o tom, kolikrát pak v praxi převyšuje zisk placené úroky. Prakticky část zisku vyprodukovaná cizím kapitálem by měla stačit na pokrytí nákladů na vypůjčený kapitál, aby byla u vypůjčeného cizího kapitálu zachována jeho efektivita pro podnik. Samotný ukazatel se vypočte následovně:

$$\text{Úrokové krytí} = \text{EBIT} / \text{Nákladové úroky}$$

Tabulka č. 4: Ukazatel úrokového krytí podniku v jednotlivých letech^[a];

	2000	2001	2002
EBIT (v tis. Kč)	2 181	3 315	-19 538
Nákladové úroky	24	164	171
Hodnota úrokového krytí	90,88	20,21	x

2003	2004	2005	2006
4 159	8 046	-247	25 757
155	153	515	1087
26,83	52,59	-0,48	23,70

Zdroj: Účetní výkazy a vlastní výpočty

Tyto hodnoty ukazují zajímavý paradox. Ten vyplývá z výše samotných hodnot. Bankovní standart je totiž roven zhruba 3 a u dobře fungujících podniků se toto číslo pohybuje mezi 6 – 8^[b]. Ovšem z hodnot vyplývajících z dané tabulky vyplývá, že podnik platí, vzhledem k výši jeho EBIT, velice malé úroky. Roky 2002 a 2005 jsou označeny písmenem x, neboť v těchto letech, jak již bylo řečeno, byl podnik účetně ve ztrátě. Z tohoto důvodu by i číslo vyšlo záporné, což je nesmyslné. Tyto hodnoty jsou zajímavé

[a] Zaokrouhlováno je vždy na dvě desetinná místa

[b] Zdroj:www stránky Business center, dostupný na [www: http://business.center.cz](http://business.center.cz)

z důvodu, jak již bylo uvedeno v tabulce č. 2, že podnik má poměrně velké procentuální zastoupení cizích zdrojů, ale přitom jeho ukazatel úrokového krytí se jeví jako zbytečně předimenzovaný. Z tohoto pohledu se jedná tedy o velmi malé úroky, které firma platí za cizí kapitál.

5.2. Analýza rentability podniku

Ukazatelé rentability představují skupinu ukazatelů, kterou je možné nejkompexněji hodnotit podnikatelskou činnost podniku. Ukazatele rentability poměří zisk získaný podnikáním s výší zdrojů podniku, jichž bylo užito k jeho dosažení. Hodnotí tak převážně tvorbu zisku ve vztahu k použitým podnikovým zdrojům a vyjadřují také schopnost vytvářet nové zdroje.

Prvním analyzovaným ukazatelem je ukazatel rentability celkových aktiv – ROA (return on assets). Ukazatel ROA poměří zisk s celkovými aktivy investovanými do podnikání bez ohledu na to, z jakých zdrojů jsou financována (vlastních, cizích, krátkodobých, dlouhodobých). Pomocí tohoto ukazatele se vyjadřuje celková výkonnost podniku, protože není ovlivněná finanční strukturou podniku, tedy podílem vlastního kapitálu, úročených a neúročených cizích zdrojů a velikostí daňové sazby. V literatuře je často tento ukazatel interpretován jako ukazatel rentability úhrnných vložených prostředků (Return on Assets = ROA). Ukazatel ROA se vypočítá jako:

$$\text{Rentabilita celkového kapitálu} = \frac{\text{Hosp. výsl. za běžné období}^{[*]}}{\text{Pasiva}}$$

Dalším analyzovaným ukazatelem je ukazatel rentability vlastního kapitálu ROE (return on common equity). Tento ukazatel vyjadřuje výnosnost jen jedné ze složek celkového kapitálu, tj. vlastního kapitálu, vloženého vlastníky firmy. V daném případě podle tohoto ukazatele akcionáři zjišťují, zda

[*] Hospodářský výsledek dosazovaný do čitatele může mít různé modifikace. Například VALACH (1999) používá zisk před placením daní a nákladových úroků (Earnings Before Interests and Taxes = EBIT). Většina autorů (např. ČERNÁ et al. 1997) však používá čistý zisk a i v této práci bude použit čistý zisk.

je jejich kapitál zhodnocovaný efektivně, s ohledem na riziko, které podstupují^[a]. Tento ukazatel se vypočítá jako:

$$\text{Rentabilita vlastního kapitálu} = \frac{\text{Hospod. výsledek po zdanění}}{\text{Vlastní kapitál}}$$

Hodnoty ukazatelů rentability analyzovaného podniku jsou uvedeny v tabulce č. 5

Tabulka č. 5: Ukazatelé rentability podniku v jednotlivých létech^[b]

	2000	2001	2002
HV po zdanění (v tis. Kč)	2 157	3 151	-20 342
Celkové aktiva (v tis. Kč)	107 498	115 514	100 689
Vlastní kapitál (v tis. Kč)	67 992	71 143	50 234
ROA (v %)	2,01	2,73	-20,20
ROE (v %)	3,17	4,43	-40,49

2003	2004	2005	2006
4 004	5 675	-2 687	15 471
107 650	66 304	93 140	115 700
56 387	27 121	24 435	39 905
3,72	8,56	-2,88	13,37
7,10	20,92	-11,00	38,77

Zdroj: Účetní výkazy a vlastní výpočty

^[a] Vždy platí, že akcie by měla mít při stejném riziku minimálně takový výnos, jako alternativní akcie se stejným rizikem. V případě že je při daném riziku výnos akcie nižší, než výnos alternativní akcie a pro podnik neexistuje do budoucnosti východisko pro jeho zvýšení, investor by měl z takového podnikání odejít a svoje prostředky investovat do alternativních investic. To pro podnik pak znamená ukončení jeho činnosti.

Zdroj: Kohout, P. Investiční strategie pro 3. tisíciletí. Praha: Grada Publishing, 2001

^[b] Zaokrouhlováno je vždy na dvě desetinná místa

Z uvedených hodnot vyplývá, že v roce 2000 a 2001 byla rentabilita celkového vloženého kapitálu i rentabilita vlastního kapitálu velice malá i pro bezrizikový projekt, neboť diskontní sazba ČNB^[*] byla pro rok 2000 5% p.a., takže firma tohoto ukazatele nedosahovala a jen důvěra investorů v budoucí růst podniku ho přiměla nadále provozovat svou činnost. Z tohoto hlediska byl ovšem dramatický rok 2002, kdy se podnik nacházel v červených číslech, které nebyly navíc nijak malé. V tomto roce za to mohly do značné míry povodně.

V roce 2003 se mohlo očekávání investorů již plnit optimismem, neboť rentabilita celkového kapitálu dosáhla hranice 3,72% a rentabilita vlastního kapitálu dokonce 7,1%. Oba dva ukazatele jsou svým růstem a poklesem na sobě přímo závislé, neboť vždy růst jednoho je doprovázen i růstem druhého. Závislost sice není zcela lineární díky diferencím ve změnách poměru vlastního a cizího kapitálu, ale u dané firmy se hodnota korelace blíží téměř k jedné, takže vždy procentuální růst či pokles jednoho z ukazatelů je vždy doprovázen stejným růstem či poklesem druhého ukazatele. Hodnota korelace činí v tomto případě 0,9833 (hodnota hladiny významnosti $\alpha = 0,01$ pro $n = 7$ činí 0,8745). Hodnoty korelace byly zjištěny statistickými výpočty za použití excelu a tabulek testového kritéria.

Přitom průměrná diskontní sazba ČNB v roce 2003 výrazně klesla, a to na 1,29% p.a. Hned v roce 2004 pokračoval růst těchto ukazatelů a došlo k posunu u ukazatele celkového vloženého kapitálu na hranici 8,56% a i rentabilita vlastního kapitálu se posunula dokonce na 20,92%. V roce 2005 nastala ovšem, opět stejně jako v roce 2002, ztráta. Tato ztráta činila u rentability celkového kapitálu -2,88% a u rentability vlastního kapitálu dokonce -11%. O to více je zajímavý silný (až dramatický) růst obou ukazatelů v roce 2006. V tomto roce rentabilita celkového kapitálu dosáhla velmi vysokých 13,37% a rentabilita vlastního kapitálu dosáhla (v poměru k rentabilitě celkového kapitálu) dokonce 38,77%. Obzvláště pokud se přihlédne k tomu, že průměrná diskontní sazba ČNB byla v roce 2006 1,17% p.a.

[*] Vývoj diskontní sazby ČNB je k dispozici na [www: http://www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)

Z daných údajů vyplývá, že „radost“ by měl jistě investor, který by vstoupil do podniku v roce 2003 a později. Ovšem vzhledem k měřenému období nezbývá než konstatovat, že průměrná hodnota rentability celkových aktiv za celé sledované období činí jen 1,04% p.a. a průměrná hodnota rentability vlastního kapitálu za celé sledované období činí jen 3,27% p.a.^[a].

Tato hodnota byla vypočtena jako průměr jednotlivých let, za účelem zjištění dlouhodobé průměrné hodnoty, kterou je možné srovnat s akciovým trhem. Pokud si tedy uvědomíme, že průměrná výnosnost konzervativních akcií je 10% p.a. (u agresivních akcií je to 12% p.a.)^[b], tak společnost je značně pod průměrem, což už ovšem bylo konstatováno. Na druhou stranu je potřeba přijmout fakt, že nízké výnosy akcií jsou nejvíce ovlivněny špatnými ekonomickými výsledky z roku 2005 a zejména pak z roku 2002^[c].

[a] Průměrná diskontní sazba ČNB od roku 2000 do roku 2006 činila 2,35% p.a.

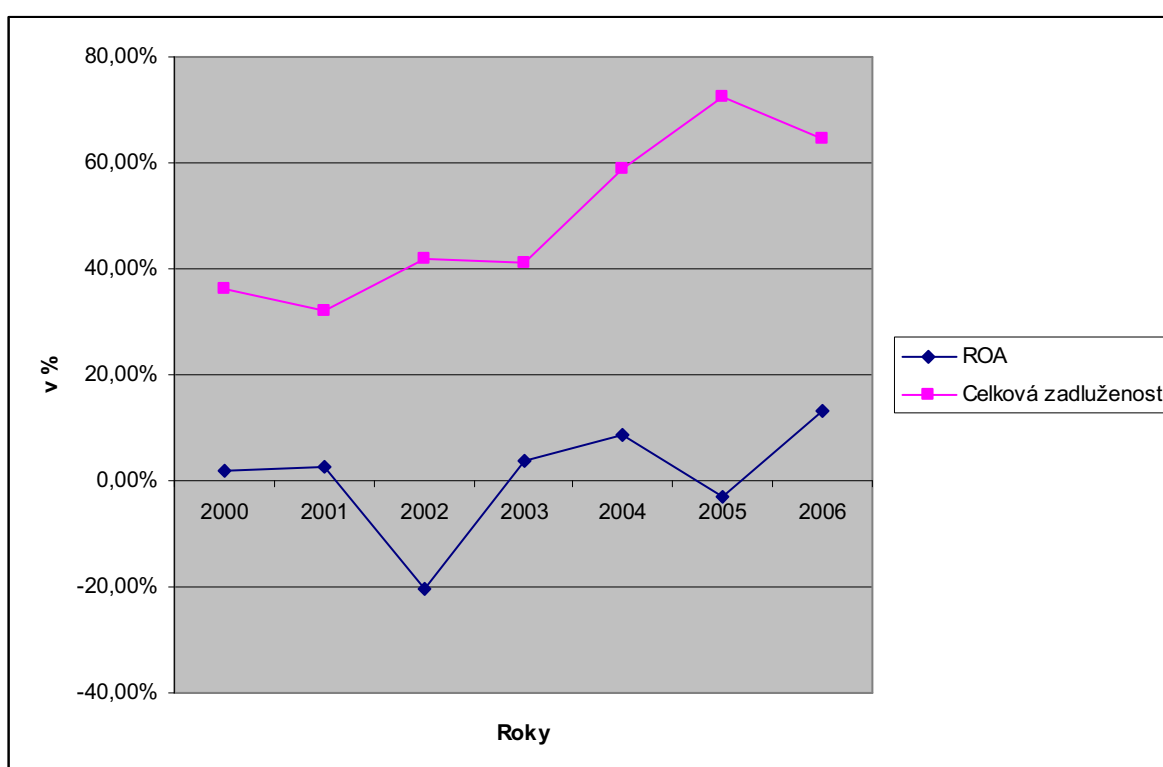
[b] Kohout, P. Investiční strategie pro 3. tisíciletí. Praha: Grada Publishing, 2001

[c] V návaznosti na předchozí tvrzení, že se hodnota na akciovém trhu pohybuje na hranici 10% p.a., je potřeba zdůraznit, že se jedná o dlouhodobé hodnoty a například průměrný roční výnos Dow Jones indexu od roku 2000 do roku 2006, díky ztrátám v letech 2000-2002, dosáhnul „jen“ 1,16% p.a. Takže kdyby měl investor zainvestováno do tohoto indexu, místo do sledované společnosti, tak by vydělal ještě o 2,11% p.a. méně.

5.3. Analýza vztahu mezi zadlužeností a rentabilitou

V této kapitole budou porovnány vztahy mezi zadlužeností, která byla analyzována v kapitole 5.1. a rentabilitou, která byla analyzována v kapitole 5.2. Cílem této analýzy je zjistit, zda existuje nějaký vztah mezi těmito dvěma veličinami. Sledovaný bude vztah mezi celkovou zadlužeností a rentabilitou celkového kapitálu^[*]. Vztah mezi těmito veličinami je znázorněn v grafu č. 1

Graf č. 1: Porovnání vývoje ukazatelů celkové zadluženosti a ROA podniku v jednotlivých letech



Zdroj: Účetní výkazy a vlastní výpočty

Z grafu překvapivě vyplývá nezávislost těchto dvou sledovaných veličin, kdy je nejpatrnější zcela opačný růst křivek v roce 2002, 2005 a 2006. Proto byla i v případě porovnání těchto dvou ukazatelů provedena korelační analýza, z důvodu zjištění těsnosti vztahu u těchto dvou sledovaných veličin a tato

[*] Ještě by se dal sestavit graf, který by sledoval vztah mezi rentabilitou vlastního kapitálu a koeficientem zadluženosti, ale vzhledem k velice úzké vazbě korelace jak mezi koeficientem zadluženosti a celkovou zadlužeností (0,9690) tak mezi rentabilitou vlastního kapitálu a rentabilitou celkového kapitálu (0,9833) bude sestaven graf pouze jeden. (hodnota hladiny významnosti $\alpha = 0,01$ pro $n = 7$ činí 0,8745)

analýza tedy potvrdila, že obě sledované hodnoty jsou na sobě nezávislé. Hodnota této analýzy činila 0,2635, což svědčí zcela o nezávislosti těchto dvou veličin. Z tohoto tvrzení tedy analogicky vyplývá, že změna zadluženosti firmy nemá žádný vliv na rentabilitu celkového kapitálu společnosti. Firmě se tedy vyplatí využívat cizího kapitálu do té míry, dokud jsou náklady na tento kapitál nižší než rentabilita celkového kapitálu.

Z provedené analýzy vyplývá, že firma tedy neměla nikdy tolik cizího kapitálu, že by to pro ní bylo neefektivní, takže si vždy držela takové množství cizího kapitálu, který potřebovala. Proto zde nebyla nalezena žádná vazba. Pokud by byl vzat nějaký ekonomický model, ve kterém by bylo v kapitálové struktuře nepřiměřené množství cizího kapitálu, tak by již vazba, mezi celkovou zadlužeností a rentabilitou celkového kapitálu, v grafu byla nalezena. Ekonomické modely je potřeba zkoumat z více hledisek..

5.4. Analýza rentability na bázi cash flow

Úkolem analýzy peněžních toků je zachytit jevy, které signalizují platební potíže a posoudit, k jakému výsledku spěje finanční situace firmy. Některé varovné signály vyplývají ze samotné struktury peněžních toků a také ze vzájemného poměru příjmů a výdajů z finanční činnosti. Používají se převážně tam, kde se jinak uvádí zisk. Podstatnou vypovídací schopnost mají ukazatele, které poměřují finanční toky z provozní činnosti k některým složkám výkazu zisku a ztráty či rozvahy. Vymezení obsahu ukazatele je podřízeno účelu jejich použití.

Podnik může vykazovat zisk, ale pokud má příliš nízkou výšku ukazatele cash flow, může se ocitnout v platební neschopnosti. To platí i opačně, takže podnik, který hospodaří ze ztrátou, nemusí být před bankrotem, pokud má dobré ukazatele cash flow. Při používání ukazatelů na bázi cash flow je vždy důležité, v závislosti na tom, jakou informaci potřebujeme prostřednictvím finanční analýzy obdržet, vybrat vhodnou veličinu cash flow. Za tímto účelem byly z hlediska kapitálové struktury podniku vybrány následující ukazatele:

- 1) Ukazatel rentability celkového kapitálu na bázi cash flow
- 2) Ukazatel rentability vlastního kapitálu na bázi cash flow
- 3) Ukazatel stupně oddlužení na bázi cash flow

1) Ukazatel rentability celkového kapitálu na bázi cash flow

Tento ukazatel vyjadřuje, jaký peněžní tok vyprodukovala jednotka celkového vloženého kapitálu. Označuje se také jako finanční rentabilita vloženého kapitálu a vypočítá se jako:

rentabilita celkového kapitálu = cash flow z prov. čin. / celkový vložený kapitál.

Ukazatel vyjadřuje, kolik peněžních prostředků je podnik schopen vytvořit na jednotku vloženého kapitálu. Pro rozhodování o budoucích aktivitách podniku je třeba vzít v úvahu, že cash flow by mělo být v tomto případě posuzováno ze tří základních pohledů. Jednak zkoumat, zda vypočtené cash flow pro dané období reprezentuje výnosový potenciál minulých let, dále zda lze z něho odvodit prognózu vývoje cash flow v dalších letech a v neposlední řadě i to, jak se daří naplňovat stanovené cíle podniku. Cash flow je měřítkem toho, jak dalece je podnik schopen splatit vlastními silami dluhy, uskutečnit plánované investice nebo vyplácet předpokládané dividendy či podíly na zisku.

2) Ukazatel rentability vlastního kapitálu na bázi cash flow

Pro vyjádření výnosnosti podnikání je užíváno zpravidla i dalšího ukazatele, vycházejícího z cash flow, a to ukazatele rentability vlastního kapitálu na bázi cash flow, označovaného také jako finanční rentabilita vlastního kapitálu. Tento ukazatel se vypočítá jako:

rentabilita vl. kap. = cash flow z prov. čin. / vlastní kapitál

Ukazatel finanční rentability vlastního kapitálu vypovídá o schopnosti podniku vytvořit z vlastní činnosti prostředky potřebné k vyplácení dividend či podílů na hospodářském výsledku. Při jeho výpočtu je třeba vyloučit úroky z peněžních výdajů, neboť ty představují zhodnocení finančních zdrojů cizích a v případě uvedeného ukazatele vyjadřuje cash flow zhodnocení vlastních finančních zdrojů.

3) Ukazatel stupně oddlužení na bázi cash flow

Jde o poměr mezi financováním cizím kapitálem a schopností podniku vyrovnávat vzniklé závazky z vlastní finanční síly. Ukazatel je indikátorem racionality finanční politiky podniku. V praxi bývá tento ukazatel interpretován jako převrácená hodnota doby návratnosti úvěru. Za rozumnou velikost ukazatele oddluženosti bývá považována hodnota mezi 20 a 30%. Větší vypovídací schopnost však má vývoj tohoto ukazatele v čase, přičemž klesající hodnota indikuje rostoucí finanční napjatost finanční pozice podniku. Tento ukazatel se vypočítá jako:

$$\text{stupeň oddlužení} = \text{cash flow z provozní činnosti} / \text{cizí kapitál}$$

Tito ukazatelé jsou komplexně zpracovány v tabulce č. 6

Tabulka č. 6: Ukazatelé rentability podniku na bázi cash flow v jednotlivých letech^[*]

	2000	2001	2002
Provozní cash flow (v tis. Kč)	5 273	5 273	-17 214
Celkové aktiva (v tis. Kč)	107 498	115 514	100 689
Vlastní kapitál (v tis. Kč)	67 992	71 143	50 234
Cizí zdroje (v tis. Kč)	38 845	36 860	42 099
Rentabilita celkového kap. bCF (v %)	4,91%	4,56%	-17,10%
Rentabilita vlastního kap. bCF (v %)	7,76%	7,41%	-34,27%
Ukazatel stupně oddlužení (v %)	13,57%	14,31%	-40,89%

	2003	2004	2005	2006
	-14 665	1 260	5 846	6 146
	107 650	66 304	93 140	115 700
	56 387	27 121	24 435	39 905
	44 480	38 926	67 367	74 504
	-13,62%	1,90%	6,28%	5,31%
	-26,01%	4,65%	23,92%	15,40%
	-32,97%	3,24%	8,68%	8,25%

Zdroj: Účetní výkazy a vlastní výpočty

[*] Zaokrouhlováno je vždy na dvě desetinná místa

Z předcházející tabulky vyšly velice zajímavé hodnoty, obzvláště pokud se tyto hodnoty porovnají s tabulkou č. 5. Potvrdilo se totiž tvrzení, že je možné v letech, kdy hospodářský výsledek je kladný, mít problémy s placením závazků a naopak. Toto přímo platí pro rok 2003, který v tabulce č. 5 vychází poměrně dobře (rentabilita vlastního kapitálu na bázi cash flow za tento rok dosáhla 7,1%) a s jehož výsledkem by mohli být vlastníci spokojeni, ale na druhou stranu podle tabulky č. 6 přidělal vrásky managerům, protože ti se museli potýkat se záporným cash flow. Rok 2002 byl záporný v obou případech. Právý opak toho co nastalo v roce 2003 se vyskytlo v roce 2005. V tomto roce dosáhla rentabilita vlastního kapitálu měřená na bázi cash flow neuvěřitelných 23,92%. Ale z tabulky č. 5 je patrné, že ukazatel rentability vlastního kapitálu (ROE) vychází velice špatně, tj. -11%. Následující zjištění lze pokládat za velice zajímavé a z ekonomického hlediska za velice důležité. Závěry z těchto zjištění se nalézají v závěru této práce. Z hlediska této analýzy se dá tedy konstatovat, že nebyť kritických roků 2002 a 2003, tak se firma pohybovala v poměrně uspokojivých číslech. Tyto roky se dají tedy označit za krizové, kdy byla firma v roce 2002 v krizi, ze které se dokázala dostat až v roce 2004, i když i v tomto roce se ještě projevovala krize předchozích dvou let, a firma nedosáhla takové rentability, jako v letech následujících. Z těchto zjištění lze tedy usuzovat, že obecně platné pravidlo, že na akciích lze vydělat ze statistického hlediska pouze v dlouhodobém horizontu, je platné. Kdyby totiž akcionáři opustili v těchto kritických letech firmu, tak by jistě prodělali. Z analýzy tedy vyplývá, že by se, akcionáři kteří by se akcií zbavili, připravili o velice dobré roky 2005 a 2006.

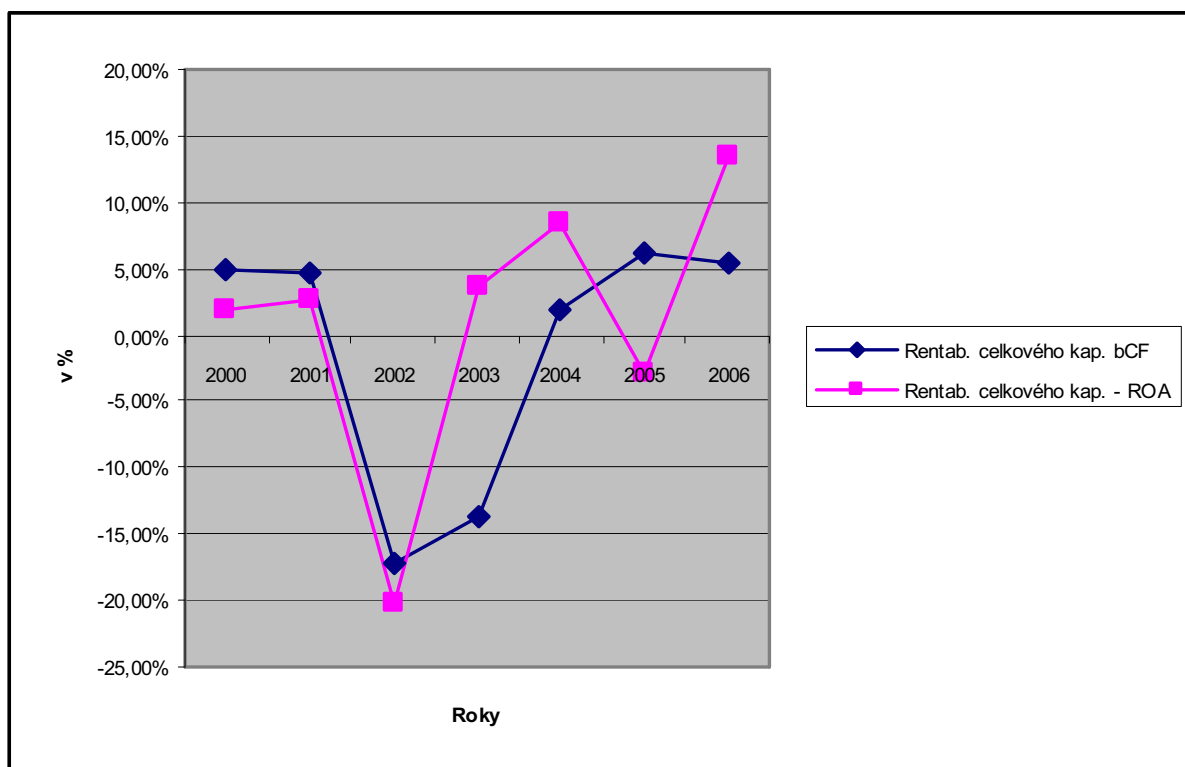
Otázkou, kterou je potřeba nyní vyřešit je, do jaké míry je předchozí tvrzení pravdivé. Pokud se vezmou v úvahu data z tabulky č. 5, tak je důležité si uvědomit, že rentabilita vlastního kapitálu (ROE) dosáhla v roce 2005 -11%. V roce 2006 to bylo 38,77% což je jistě velmi vynikající výsledek. Rentabilita vlastního kapitálu na bázi cash flow nám tedy říká, že rok 2005 byl úspěšný a rok 2006 byl jen o něco horší, rentabilita vlastního kapitálu (ROE) ovšem říká, že rok 2006 byl mnohem lepší jak rok 2005, neboť tento rok firma skončila ve ztrátě.

5.5. Porovnání analyzovaných ukazatelů

Zde, v této části diplomové práce, bude nyní provedeno grafické znázornění situace která nastala.

Nejprve bude provedeno porovnání vývoje rentability celkového kapitálu (ROA) a rentability celkového kapitálu na bázi cash flow za účelem grafického znázornění zmíněných diferencí. Toto je tedy provedeno v grafu č. 2

Graf č. 2: Porovnání vývoje ukazatelů rentability celkového kapitálu (ROA) a rentability celkového kapitálu na bázi cash flow v podniku v jednotlivých letech



Zdroj: Účetní výkazy a vlastní výpočty

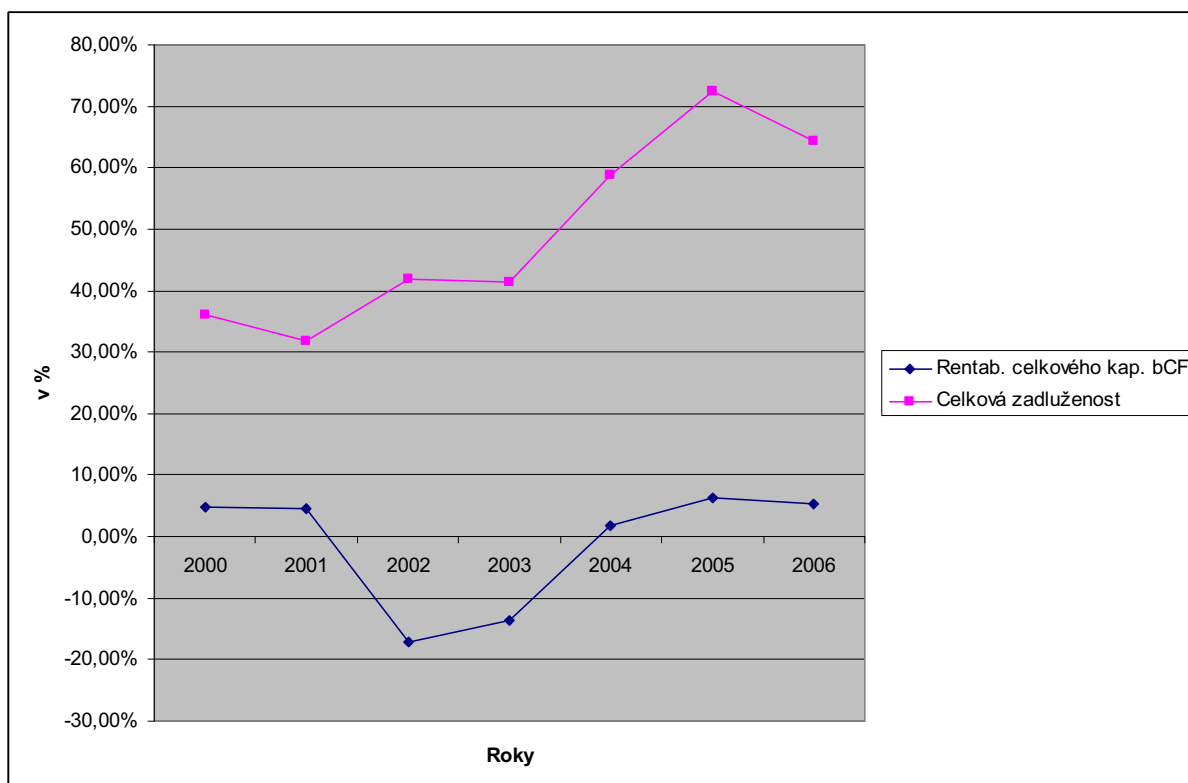
Z grafu je vidět, že rentabilita celkového kapitálu (ROA) byla v letech 2000 až 2002 nižší, než rentabilita celkového kapitálu na bázi cash flow. Je zde také graficky znázorněný razantní propad v roce 2002. Dále pak pokračoval růst. Zde se ale začíná již dosti těsná vazba obou křivek rozcházet, kdy rentabilita celkového kapitálu (ROA) rychle vzrostla, a dostala se do kladných čísel, zatímco rentabilita celkového kapitálu na bázi cash flow rostla jen velmi

pomalou a do kladných hodnot se dostala až v roce 2004. Je také zajímavé, že rentabilita celkového kapitálu na bázi cash flow byla právě až do roku 2002 vždy nad rentabilitou celkového kapitálu (ROA) a v roce 2003, 2004 a 2006 byla situace opačná. Jen v roce 2005 se dostala rentabilita celkového kapitálu na bázi cash flow opět nad rentabilitu celkového kapitálu (ROA). Z grafického znázornění je tedy vidět, že rentabilita celkového kapitálu (ROA) je méně stabilní za celý sledovaný časový interval. Zde je na místě otázka, zda jsou na sobě vůbec tedy hodnoty nějak závislé.

Na tuto otázku dává odpověď opět regresní analýza. Hodnota regresní analýzy je v tomto případě 0,6221, což svědčí o tom, že hodnoty jsou vůči sobě v korelaci, ale tento vztah není ze statistického hlediska dostatečně silný na to, aby toto tvrzení bylo průkazné. Ze statistického hlediska tedy hypotézu H_0 , že hodnoty jsou na sobě nezávislé, nemůžeme (na hladině významnosti $\alpha = 0,05$) zamítnout, ovšem určitá závislost mezi hodnotami (díky kladné hodnotě) zde existuje.

Ohledně této nezávislosti se nabízí nová otázka, a to zda existuje vztah mezi celkovou zadlužeností a rentabilitou celkového kapitálu na bázi cash flow, neboť v grafu č. 1 je již zkoumán vztah mezi rentabilitou celkového kapitálu (ROA) a celkovou zadlužeností, ale zde se nepodařilo zamítnout nulovou hypotézu o nezávislosti s výsledkem korelace 0,2635. Otázka tedy se naskýtá taková, jestli by pak nebyl vztah právě mezi rentabilitou celkového kapitálu na bázi cash flow a celkovou zadlužeností, a tato situace je graficky znázorněna na grafu č. 3.

Graf č. 3: Porovnání vývoje ukazatelů celkové zadluženosti a rentability celkového kapitálu na bázi cash flow v podniku v jednotlivých letech



Zdroj: Účetní výkazy a vlastní výpočty

Jak je z grafu patrné, ani mezi celkovou zadlužeností a rentabilitou celkového kapitálu na bázi cash flow neexistuje závislost, a při provedené korelační analýze byla vypočítána hodnota těsnosti vztahu 0,3669. Tato hodnota je tedy o něco vyšší (takže tyto dvě sledované veličiny jsou na sobě více závislé) než v případě rentability celkového kapitálu (ROA) a celkovou zadlužeností, ovšem i tato hodnota je ze statistického hlediska velice malá. Proto nemůže být konstatováno, že jsou na sobě tyto hodnoty závislé.

6. Závěr

V provedené analýze nebyl zjištěn vztah mezi zadlužeností podniku a náklady na cizí kapitál. Z tohoto důvodu by se tedy mohlo konstatovat, že zde vztah neexistuje, což pochopitelně z hlediska ekonomických teorií není možné. Je potřeba si uvědomit, že analyzovaný podnik je převážně závislý na státních zakázkách.

To, co je důležité z hlediska zjištění v provedené analýze, a co by mohlo být obecně nejvíce zavádějící, je konstatování, že výše zadlužení nemá vliv na tržní hodnotu podniku. Toto je výskyt přímo v analyzovaném podniku, který je značně zkreslený. To je dáno jednak měnícím se prostředím a značně labilním vývojem, jak zakázek, tak i nečekaných výdajů, které byly způsobené například výskytem ptačí chřipky či povodněmi v roce 2002, kdy firma vždy utrpěla značné škody.

Z tabulek, výpočtů a grafů v analyzované firmě platí, že cizí kapitál je nesmírně důležitý, neboť působí jako páka, kterou se zvyšuje výnosnost vlastního kapitálu. Cizího kapitálu bude ovšem každá firma využívat, dokud náklady na tento kapitál nebudou vyšší, než rentabilita, které podnik za použití tohoto kapitálu dosáhne. Tvrzení o výhodnosti a důležitosti finanční páky je jasné a patrné v uvedených tabulkách, kde se díky finanční páce vlivem cizího kapitálu zvedla výnosnost vlastního kapitálu v průměru za celých 7 let více než 3x, konkrétně 3,14x. To je dané i tím, že bylo zjištěno, že se v dané společnosti při zvyšujícím zadlužení nezvyšují náklady dluhu lineárně, jak by tomu bylo v klasickém ekonomickém modelovém případě. V uvedené studii je cizí kapitál pořád stejně drahý z důvodu dobré pověsti a silných investorů.

Finanční páka je v praxi tedy velice důležitá a existence cizího kapitálu v podnikání velice zásadní, ale nesmí být zapomenuto na tzv. U křivku, která znamená to, že když je v podnikání překročena určitá „zdravá“ mez, tak pak cizí kapitál začne být velice drahý. Ovšem toto se v případě analyzovaného podniku nikdy za sledované období nestalo a to i navzdory faktu, že se ve sledované společnosti velice značně změnil poměr vlastního a cizího kapitálu a to z 57,13% cizího kapitálu na neuvěřitelných 186,7% cizích zdrojů. I když se z těchto čísel může zdát, že zadluženost podniku byla tedy velice vysoká, tak je

potřeba konstatovat, že zdání je v tomto případě mylné, a souvisí se značnou mírou závazků z obchodní činnosti, kdy firma využívala více živnostníky k provádění činnosti, kterou se zavázala provádět, takže tento údaj hodnoty zkresluje. To potvrzuje i tabulka č. 4 ze které je jasně patrné, že hodnota úrokového krytí ve sledované firmě je velice vysoká, tj. že firma platí velice malé úroky vzhledem k EBIT. V tabulce č. 3 byl analyzován i ukazatel doby splácení dluhů a z tohoto ukazatele je patrné, že se firma od roku 2004 neustále zlepšuje i v tomto ohledu.

K analýze podniku je potřeba přistupovat komplexně. Nelze sledovat například pouze výsledek hospodaření. Předcházející tvrzení je důležité zejména v roce 2005. Uvedené tvrzení je patrné, při provedené komparaci výsledků z tabulek č. 6 a č. 5, kdy obě tyto tabulky porovnávají rentabilitu kapitálu, ale v tabulce č. 5 je to ROA a v tabulce č. 6 je to na bázi cash flow. To je tedy nesmírně důležité, protože z difference zjištěné analýzou těchto faktorů vyplývá to, že firma v roce 2005 (ve kterém vykázala účetní ztrátu) investovala značné množství peněžních prostředků do investiční činnosti, takže ve skutečnosti v roce 2005 měla firma kladný cash flow, a dařilo se jí plnit veškeré závazky, i když z účetního hlediska skončila ve ztrátě.

Pro firmu je důležité hlídat si své cash flow, což je vidět z provedených výpočtů za rok 2003, kdy se firma mohla dostat do potíží spojených s druhotnou platební neschopností. Proto je potřeba si při vydávání a přijímání faktur hlídat jak jejich splatnost, tak bonitu dlužníka, aby se druhotná platební neschopnost neprojevila v obchodním styku, a firma se nedostala do zbytečných potíží. Nejkritičtějším rokem ve sledovaném období byl rozhodně rok 2002, a proto firma musí udělat maximum, aby se již situace neopakovala. Problém ovšem v případě tohoto roku je v tom, že firma měla komplexní potíže, takže nelze hledat příčinu jen v jedné chybě a důležitý byl také fakt, že v tomto roce byla společnost postižena povodněmi, proti kterým nebyla nijak pojištěna. Zde je tedy důležité uvažovat o pojištění a to, za jakých okolností ho pojišťovna poskytne. Ze statistického hlediska jsou nové povodně nepravděpodobné, protože od povodní byla přijata opatření (jako čištění koryta řek a výstavba protipovodňových stěn), která by možnost vzniku znovu této situace měla eliminovat. Přitom v povodňových oblastech značně stoupla cena pojistných smluv, takže pojištění není zdaleka tak výhodné jako právě před povodněmi.

7. Seznam použité literatury

Literatura:

- [1] Brealey R.A., Myers S.C. „Teorie a praxe firemních financí, Victoria Publishing, Praha 1995
- [2] Fotr, J.: Podnikatelský plán a investiční rozhodován. Praha: Grada Publishing, 1995.
- [3] Freiberg, F.: Cash – flow: řízení likvidity. Management Press, Praha 1997
- [4] Holman R. Ekonomie, C.H. Beck, Praha 2005
- [5] Jindřichovská I., Blaha, Z. S.: Podnikové finance. 1. vyd. Praha: Management Press, 2001
- [6] Kalouda, F.: Základy firemních financí. 1. vyd. Brno: Masarykova univerzita, 2004.
- [7] KISLINGEROVÁ, E. a kol.: Manažerské finance. 1.vyd. C.H.Beck. Praha 2004
- [8] Kohout, P. Investiční strategie pro 3. tisíciletí. Praha: Grada Publishing, 2001
- [9] Král, M.: Řízení bankovních obchodů, VUT, Brno 2000
- [10] KRALOVIČ J., VLACHYNSKÝ K.: Finanční management. Bratislava: Ekonomia 2002.
- [11] Mareš, S.: Manažerské metody: systematický aplikační přehled. Hradec Králové: Gaudeamus, 2004
- [12] Mařík, M.: Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy, Ekopress, Praha 2003
- [13] Modigliani, F., Miller, M.H., The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, The_American Economic Review. 1958
- [14] Růžičková, P.: Finanční analýza: metody, ukazatele, využití v praxi. Grada, Praha 2007
- [15] Samuelson, P.A., Nordhaus, W.D.: Ekonomie, Svoboda, Praha 1995
- [16] Sedláček, J.: Účetní data v rukou manažera. Brno: Computer Press, 2001

- [17] SCHUMPETER, J. A. Teorie hospodářského vývoje. 1. vyd. Bratislava, Nakladatelstvo pravda, 1987
- [18] Smejkal, V., Rais, K.: Řízení rizik. Praha: Grada Publishing, 2003
- [19] Synek, M. a kol.: Podniková ekonomika. 3. přepracované a doplněné vyd. Praha: C. H. Beck, 2002
- [20] Valach, J.: Finanční řízení podniku. 2. vyd. Praha: Ekopress, 1999.
- [21] Valach, J.: Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. Praha: Ekopress, 2001
- [22] Wöhe, G.: Úvod do podnikového hospodářství. 1. vyd. Praha: C.H.Beck, 1995.
- [23] Zelený, M.: Cesty k úspěchu: trvalé hodnoty soustavy Baťa. Zlín: Univerzita Tomáše Bati, 2005

Internetové zdroje:

- [24] Informační server českého soudnictví [on-line], 2008 [cit. 2008-07-03]. Dostupné na www: <http://portal.justice.cz/uvod/justice.aspx>
- [25] Internetové stránky Heureka [on-line], 2008 [cit. 2008-07-03]. Dostupné na www: <http://www.daneauctnictvi.com>
- [26] Internetové stránky České národní banky [on-line], 2008 [cit. 2008-07-03]. Dostupné na www: <http://www.cnb.cz/cs/index.html>
- [27] Internetové stránky AŘ Kontakt [on-line], 2008 [cit. 2008-07-03]. Dostupné na www: <http://www.arkontakt.cz>
- [28] Internetové stránky Business center [on-line], 2008 [cit. 2008-07-03]. Dostupné na www: <http://business.center.cz>
- [29] Internetové stránky Agrokrom [on-line], 2001 [cit. 2001-05-02]. Dostupné na www: <http://www.agrokrom.cz>
- [30] Internetové stránky Akont [on-line], 2008 [cit. 2008-03-29]. Dostupné na www: <http://www.akont.cz>
- [31] Internetové stránky ManagerWeb [on-line], 2007 [cit. 2007-12-06]. Dostupné na www: <http://managerweb.ihned.cz>
- [32] Internetové stránky Účetnictví, daně, právo [on-line], 2008 [cit. 2008-08-25]. Dostupné na www: <http://www.sagit.cz>

8. Seznam grafů, obrázků, tabulek a příloh

Seznam grafů:

Graf č. 1: Porovnání vývoje ukazatelů celkové zadluženosti a ROA podniku v jednotlivých letech, str. 54

Graf č.2: Porovnání vývoje ukazatelů rentability celkového kapitálu (ROA) a rentability celkového kapitálu na bázi cash flow v podniku v jednotlivých letech, str. 59

Graf č.3: Porovnání vývoje ukazatelů celkové zadluženosti a rentability celkového kapitálu na bázi cash flow v podniku v jednotlivých letech, str. 61

Seznam obrázků:

Obr. 1: Schématické znázornění kapitálové struktury podniku str. 12

Obr. 2: Optimální kapitálová struktura podniku str. 14

Obr. 3: Stupeň zadluženosti str. 16

Obr. 4: Vztah EBIT a ROE - graf str. 28

Seznam tabulek:

Tabulka č. 1: Interpretace hodnot zadlužení podniku, str. 34

Tabulka č. 2: Vývoj ukazatelů zadluženosti podniku v jednotlivých letech, str. 46

Tabulka č. 3: Ukazatel doby splácení dluhů v podniku v jednotlivých letech, str. 48

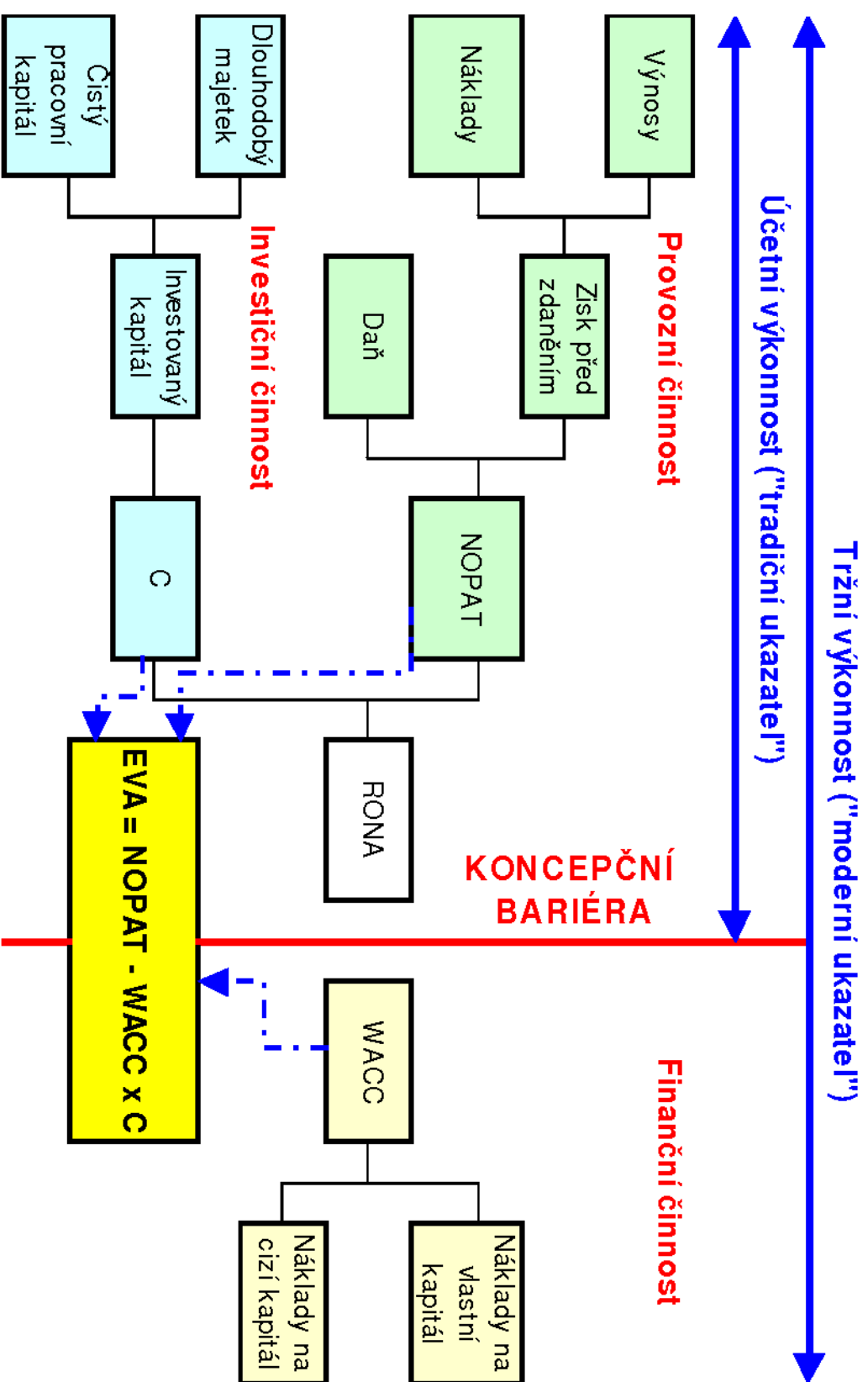
Tabulka č. 4: Ukazatel úrokového krytí podniku v jednotlivých letech, str. 49

Tabulka č. 5: Ukazatelé rentability podniku v jednotlivých letech, str. 51

Tabulka č. 6: Ukazatelé rentability podniku na bázi cash flow v jednotlivých letech, str. 57

Seznam příloh:

Schéma výpočtu ukazatele EVA: str. 67



Obrázek : Výpočet ukazatele ekonomické přidané hodnoty (EVA) a faktory, které hodnotu ukazatele ovlivňují