

**JIHOČESKÁ UNIVERZITA V ČESKÝCH BUDĚJOVICÍCH**

**EKONOMICKÁ FAKULTA**

---

Studijní program: N6208 Ekonomika a management

Studijní obor: Účetnictví a finanční řízení podniku

Katedra: Ekonomiky

**DIPLOMOVÁ PRÁCE**

**FINANCOVÁNÍ PODNIKU S OHLEDEM  
NA OPTIMALIZACI KAPITÁLOVÉ  
STRUKTURY**

Autor práce: Bc. Eva Novotná

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

2013

**ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE**  
(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Bc. Eva NOVOTNÁ**  
Osobní číslo: **E11774**  
Studijní program: **N6208 Ekonomika a management**  
Studijní obor: **Účetnictví a finanční řízení podniku**  
Název tématu: **Financování podniku s ohledem na optimalizaci kapitálové struktury**  
Zadávací katedra: **Katedra ekonomiky**

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

**Cíl práce:**

Vysvětlit pojem financování podniku včetně klasifikace struktury kapitálu a pravidel pro financování. Klasifikovat pojem optimální kapitálová struktura, zhodnotit přístupy k optimalizaci kapitálové struktury. Identifikovat faktory ovlivňující kapitálovou strukturu v podniku. Zhodnotit kapitálovou strukturu a druhy financování vybraného podniku. Zároveň navrhnout postupy k její optimalizaci.

**Osnova:**

**Teoretická část**

1. Pojem financování podniku, struktura kapitálu
2. Pravidla financování podniku
3. Optimální kapitálová struktura
4. Determinanty ovlivňující kapitálovou strukturu

**Praktická část**

5. Charakteristika vybraného podniku z hlediska kapitálové struktury
6. Druhy financování vybraného podniku
7. Zhodnocení kapitálové struktury vybraného podniku popř. návrhy její optimalizace

Rozsah grafických prací:

Rozsah pracovní zprávy: 40 - 50 stran

Forma zpracování diplomové práce: tištěná


Seznam odborné literatury:

- BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.; STRNAD, Z. et al.: Teorie a praxe firemních financí. 1. vyd., vyd. Brno: Computer Press, 2000  
BRIGHAM, E. F.: Fundamentals of financial management. 5. vyd. Chicago: The Dryden Press, 1989  
SYNEK, M.: Manažerská ekonomika. 5. aktualit. a rozš. vyd., vyd. Praha: Grada publishing a. s., 2011  
KISLINGEROVÁ, E.: Manažerské finance. 1. vyd., vyd. Praha: C. H. Beck, 2004  
SYNEK, M. A KOL.: Manažerská ekonomika. 4. aktualizované a rozšířené vydání. Praha, Grada, 2007  
GRÜNWALD, R.; HOLEČKOVÁ, J.: Finanční analýza a plánování podniku. Vyd. I., vyd. Praha: Ekopress, 2009  
LEVY, H.; SARNAT, M.; JANEČKOVÁ, L. et al.: Kapitálové investice a finanční rozhodování. 1. vyd., vyd. Praha: Grada Publishing, 1999  
VALACH, J.: Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. 2. přeprac. vyd., vyd. Praha: EKOPRESS, 2006  
JINDŘICHOVSKÁ, I.; BLÁHA, Z. S.: Podnikové finance. Vyd. 1., vyd. Praha: Management Press, 2001  
WÖHE, G.; KISLINGEROVÁ, E.; MAŇASOVÁ, Z.: Úvod do podnikového hospodářství. 2. přeprac. a dopl. vyd., vyd. Praha: C. H. Beck, 2007

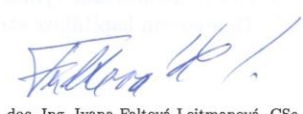
Vedoucí diplomové práce: Ing. Martina Novotná, Ph.D.  
Katedra ekonomiky

Datum zadání diplomové práce: 12. února 2012

Termín odevzdání diplomové práce: 30. dubna 2013

  
doc. Ing. Ladislav Rolínek, Ph.D.  
děkan

JIHOČESKÁ UNIVERZITA  
V ČESKÝCH BUDĚJOVICÍCH  
EKONOMICKÁ FAKULTA  
Studentská 13 (1)  
370 05 České Budějovice

  
doc. Ing. Ivana Faltová Leitmanová, CSc.  
vedoucí katedry

V Českých Budějovicích dne 12. března 2012

Prohlašuji, že svoji diplomovou práci jsem vypracovala samostatně pouze s použitím pramenů a literatury uvedených v seznamu citované literatury.

Prohlašuji, že v souladu s § 47b zákona č. 111/1998 Sb. v platném znění souhlasím se zveřejněním své diplomové práce, a to v nezkrácené podobě Ekonomickou fakultou - elektronickou cestou ve veřejně přístupné části databáze STAG provozované Jihočeskou univerzitou v Českých Budějovicích na jejích internetových stránkách, a to se zachováním mého autorského práva k odevzdanému textu této kvalifikační práce. Souhlasím dále s tím, aby toutéž elektronickou cestou byly v souladu s uvedeným ustanovením zákona č. 111/1998 Sb. zveřejněny posudky školitele a oponentů práce i záznam o průběhu a výsledku obhajoby kvalifikační práce. Rovněž souhlasím s porovnáním textu mé kvalifikační práce s databází kvalifikačních prací Theses.cz provozovanou Národním registrem vysokoškolských kvalifikačních prací a systémem na odhalování plagiátů.

V Českých Budějovicích 30. 4. 2013

.....

Eva Novotná

## Poděkování

Děkuji Ing. Martině Novotné, PhD. za metodické vedení a odbornou pomoc při vypracování této diplomové práce. Současně děkuji vedení podniku, které mi poskytlo informační zázemí a prostor pro debatu k tématu mé práce.

## Obsah

Úvod.....	3
Literární rešerše.....	4
1. Financování podniku .....	4
1.1. Struktura kapitálu.....	4
1.1.1 Rozdělení podle právního postavení poskytovatele kapitálu .....	4
1.1.2 Podle původu zdrojů.....	6
1.1.3 Podle doby splatnosti .....	7
1.1.4 Podle opakovatelnosti .....	7
2. Pravidla financování podniku.....	8
2.1. Zlaté pravidlo financování .....	9
2.2. Pravidlo vyrovnání rizika.....	9
2.3. Pari pravidlo.....	10
2.4. Růstové pravidlo .....	10
3. Optimální kapitálová struktura .....	11
3.1 Statické a ostatní teorie.....	13
3.1.1 Statické teorie .....	14
3.1.2. Ostatní teorie.....	18
3.2. Struktura dluhů .....	23
4. Determinanty ovlivňující kapitálovou strukturu .....	24
4.1. Studie Patrika Bauera .....	24
4.2. Studie Laurenta Weilla .....	25
Metodika .....	27
Praktická část.....	29
5. Charakteristika podniku .....	29
5.1. Charakteristika vybraného podniku z hlediska kapitálové struktury .....	31
5.2. Vertikální analýza .....	34

5.3.	Horizontální analýza .....	35
6.	Druhy financování vybraného podniku .....	37
6.1.	Podíl krátkodobých a dlouhodobých zdrojů .....	37
6.2.	Bilanční pravidla .....	38
	Pravidlo vyrovnání rizika .....	40
	Pari pravidlo .....	41
7.	Optimalizace kapitálové struktury vybraného podniku .....	43
7.1.	Zhodnocení vývoje podnikové výkonnost .....	43
7.2.	Optimalizace kapitálové struktury .....	46
	Závěr .....	51
	Summary .....	53
	Přehled použité literatury .....	55
	Seznam tabulek a grafů .....	57

## Úvod

Jakékoli rozhodnutí v podniku je potřeba zajistit finančními zdroji. Podnik tedy zdroje musí nejprve získat a poté rozhodnout o jejich struktuře a umístění. Finanční management musí udělat rozhodnutí, z jakých zdrojů se bude financovat s ohledem na likviditu, solventnost, finanční rovnováhu a zdraví podniku. Pro to, aby společnost obstála v tržním prostředí, je potřeba pracovat maximálně hospodárně a výkonně.

Rozhodnutí managementu podniku zahrnuje znalost a určení velkého množství věcí - zvážení poměru cizího a vlastního kapitálu, podmínky získání cizího kapitálu, množství vlastního kapitálu, který má či by mohl mít, množství kapitálu, jež musí udržovat v pohotovosti pro zajištění likvidity. Veškeré tyto otázky musí mít vyřešeny s ohledem na faktor času a rizika.

Jakékoli finanční rozhodnutí musí být podloženo finanční analýzou. Hlavními podklady jsou rozvahy, výkazy zisku a ztrát a z nich počítané ukazatele, podle nichž se podnik snaží být dlouhodobě likvidní a zároveň dlouhodobě výnosný. Jako dobrý finanční stav je považována situace, kdy podnik dokáže plnit své závazky vůči zaměstnancům, dodavatelům a dalším věřitelům a zároveň má zdroje na investice a neočekávané situace.

Všeobecně se každá společnost snaží o dosažení maximální tržní hodnoty a minimálních nákladů na svou činnost. Právě dosažení minimálních nákladů se spojuje se snahou o optimální kapitálovou strukturu. Najít nejvhodnější a nejlevnější kapitálovou strukturu je náročný úkol pro všechny fungující podniky a stále nebyl objeven ideální způsob řešení. Stanovení konkrétního rozložení zdrojů je problematické především díky obtížné kvantifikaci všech faktorů, které na strukturu kapitálu mají vliv, a velké náročnosti na potřebná data.



# Literární rešerše

## 1. Financování podniku

Pojem financování podniku znamená obstarávání finančních prostředků ať už v podobě peněz, věcí nebo cenných papírů. Tyto prostředky jsou označovány jako kapitálová struktura podniku a jsou v pasivech rozvahy, v nichž se dělí na dvě základní části - kapitál vlastní a cizí. Vlastí neboli ručící kapitál ukazuje, kolik celkového kapitálu bylo do podniku vloženo podnikatelem, spolupodnikateli či spoluvlastníky (akcionáři), což je v akciové společnosti rozděleno na základní kapitál, kapitálové fondy, fondy ze zisku, hospodářský výsledek minulých let a hospodářský výsledek účetního období.

Oproti tomu cizí kapitál udává, jak velkou část do podniku vnesly banky a jiní věřitelé (dodavatelé). Cizí kapitál lze rozlišovat na zdroje krátkodobé a dlouhodobé, ale pro oblast kapitálové struktury je relevantní pouze část dlouhodobá, tedy rezervy dlouhodobého charakteru, dlouhodobé závazky a dlouhodobé bankovní úvěry.

### 1.1. Struktura kapitálu

Kapitálová struktura podniků je velice diferencovaná v jednotlivých zemích, odvětvích či oborech podnikání. V praxi je často zaměňován pojem kapitálová struktura a finanční struktura podniku. Hlavní rozdíl mezi nimi je ten, že finanční struktura zahrnuje celkový podnikový kapitál, ze kterého je financován celkový majetek. Oproti tomu kapitálová struktura se týká především financování dlouhodobého majetku a trvalé části oběžného majetku, tudíž je užším pojmem než finanční struktura a můžeme ji brát jako její část. (Valach, J., 2006)

Na rozdělení kapitálu můžeme nahlížet z několika hledisek. Z hlediska právního postavení poskytovatele kapitálu, původů zdrojů, doby splatnosti či opakovatelnosti.

#### 1.1.1 Rozdělení podle právního postavení poskytovatele kapitálu

Podle právního postavení poskytovatele kapitálu rozlišujeme financování na vlastní a cizí.

## Vlastní kapitál

Vlastním kapitálem se rozumí kapitál, který patří majiteli, tedy nositeli podnikatelského rizika. Jeho podíl na celkovém kapitálu je ukazatel finanční jistoty podniku. Není stálou veličinou, jelikož se velikost vlastního kapitálu mění podle výsledku hospodaření v určitém období. V případě zisku kapitál roste a v případě ztráty klesá.

Tento kapitál je rozdělen na položky: základní kapitál, kapitálové fondy, fondy ze zisku a výsledek hospodaření minulých let. (Synek, M., 2007)

**Základní kapitál** tvoří peněžní i nepeněžní vklady společníků do společnosti. V s. r. o. a a. s. je tvořen povinně a zapisuje se do OR. Zvyšuje se v obchodní společnosti novými vklady společníků, v akciové společnosti vydáním nových akcií, zvýšením nominální hodnoty dříve vydaných akcií nebo přiděly z nerozděleného zisku. Snižovat základní kapitál lze pouze do výše stanovené zákonem. Snižuje se v případech, kdy došlo ke ztrátě, kterou nelze uhradit z rezervního fondu nebo ji převést do dalšího roku. V akciové společnosti se provádí snížením nominální hodnoty akcií výměnou za nové nebo vyznačením jejich nižší nominální hodnoty či vyjmutí určitého počtu akcií z oběhu (Zinecker, M., 2006).

**Kapitálové fondy** jsou tvořeny především emisním ážiem, což znamená rozdíl mezi skutečně dosaženou prodejní cenou akcií a jejich nominální cenou. Dále to mohou být dary, dotace na pořízení fixního majetku nebo vklady společníků nezvyšující základní kapitál.

**Fondy ze zisku** jsou tvořeny ze zákona. V s. r. o. a a. s. se nazývá zákonný rezervní fond a v družstvu nedělitelný fond. Na základě stanov společnosti se tvoří statutární či ostatní fondy. Jsou pojistkou proti nepředvídaným rizikům v podnikání, slouží ke krytí ztrát a k překonání nepříznivého průběhu hospodaření společnosti.

**Výsledek hospodaření minulých let** je částí zisku, která je již po odvodu daní a která se nerozděluje mezi majitele či akcionáře, ale dále slouží k podnikání a přiděluje se různým rezervním fondům. Zisk však nemusí znamenat hotové peníze či peníze na účtech v bance, nemusí být dokonce ani k dispozici pro nějaké platby. Podnik vykazující vysokou částku nerozděleného zisku nemusí mít ve skutečnosti dost volných peněžních prostředků a může mít proto platební potíže (Synek, M., 2007).

## Cizí kapitál

Cizí kapitál představuje dluhy podniku, které je potřeba v určité době splatit. Tento kapitál je levnější než vlastní kapitál a jeho použití do určité míry zvyšuje rentabilitu. Firma jej používá v případech, kdy nemá dostatečný kapitál potřebný k založení podniku, nebo v době, kdy jej potřebuje. Použití cizího kapitálu neznamena žádná právo podílet se na řízení podniku. Patří sem rezervy, dlouhodobé a krátkodobé závazky a bankovní úvěry a výpomoci (Synek, M., 2007).

**Rezervy** vyjadřují takovou částku peněz, které bude podnik muset v budoucnu vydat, tedy budoucí závazky. Jde například o opravy dlouhodobého majetku nebo úhradu kurzových ztrát.

**Dlouhodobé závazky** představují ve finanční struktuře závazky z obchodního styku se splatností delší než jeden rok, patří mezi ně závazky vyplývající z emisí obligací, přijatých dlouhodobých záloh od odběratelů nebo dlouhodobých směnek k úhradě.

**Krátkodobé závazky** především zahrnují závazky vůči dodavatelům se splatností kratší než jeden rok, krátkodobé směnky k úhradě nebo krátkodobé zálohy od odběratelů. Dále sem patří například závazky vůči zaměstnancům či institucím a společníkům (Zinecker, M., 2006).

**Bankovní úvěry a výpomoci** zahrnují dlouhodobé úvěry, běžné úvěry krátkodobé a úvěry na eskontované směnky. Krátkodobou výpomocí rozumíme emitované krátkodobé obligace nebo komerční cenné papíry.

**Ostatní pasiva** znamenají výdaje či výnosy příštích období.

### 1.1.2 Podle původu zdrojů

Z pohledu firmy lze zdroje rozdělit na interní a externí.

#### Interní finanční zdroje

Tyto zdroje ukazují, do jaké míry je podnik schopný vytvářet peníze v souvislosti s činností podniku, prodejem výrobků nebo služeb. Základem interních zdrojů je tržba a zisk, jež existují v souvislosti s činností podniku, a odpisy, které souvisejí s objemem fixního majetku a vznikají z rozdělení tržby.

Celková tržba se dělí na část pro obnovu majetku a pro provozní a krátkodobé potřeby, ze zbylé části vzniká zisk a odpisy, které jsou dlouhodobým zdrojem.

## **Externí finanční zdroje**

Externí zdroje mají mimořádný význam, jelikož jejich tvorba je rychlejší než u zdrojů interních, což firmě umožňuje flexibilně využívat příležitosti rozvoje podniku a zlepšovat konkurenční postavení. I tyto zdroje jsou kapitálové a dělí se na zdroje vlastní, tedy vklady účastníků a dotace, a zdroje cizí, do kterých patří krátkodobé a dlouhodobé závazky a leasing. Podle velikosti cizího kapitálu se hodnotí stupeň vázanosti mezi cizím a celkovým kapitálem. Přestože vysoký podíl cizích zdrojů znamená velkou míru zadlužení, úspěšný rozvoj podle zadlužení hodnotit nelze. Důležitým kritériem je spíše velikost tržeb, obratovost a ziskovost majetku a vlastní kapitál.

Krátkodobý externí kapitál se získává pomocí odložených plateb za nakoupené zboží, služby; dlouhodobý pak prostřednictvím bankovních úvěrů.

### **1.1.3 Podle doby splatnosti**

Finanční zdroje podle doby splatnosti dělíme na zdroje krátkodobé, tedy zdroje se splatností do 1 roku, střednědobé, které mají splatnost mezi 1 rokem až 5 lety, a zdroje dlouhodobé, které jsou financovány ze zdrojů se splatností nad 5 let.

### **1.1.4 Podle opakovatelnosti**

Můžeme rozdělit zdroje na průběžné financování nebo jedinečné financování, které se týká výjimečných událostí ve financování, jako je například založení podniku, fúze, sanace či převzetí.

Mezi kritéria pro klasifikaci zdrojů podnikového financování patří dále například **náklady spojené s danou alternativou financování** nebo **doba potřebná k získání likvidních prostředků**.

## 2. Pravidla financování podniku

Zajistit finanční rovnováhu je jedním ze základních předpokladů podnikatelské činnosti. Na utváření optimální kapitálové struktury se zaměřují pravidla financování, jejichž cílem je, při dané struktuře majetku, vytvořit takovou strukturu kapitálu, při které je dlouhodobě zajištěna platební schopnost (Wöhe, G., Kislingerová, E., 2007).

Pro dobré financování je nejdříve potřeba získat finanční zdroje pro založení a rozvoj podniku, jež zahrnují emisi akcií, obligací, zajišťování obchodních a bankovních úvěrů. Poté firma musí brát v úvahu zvolení optimální kapitálové struktury s přihlédnutím ke struktuře majetku a k nákladům na získání jednotlivých druhů, eventuálně k finančním rizikům či době splatnosti. Firmy však musí brát ohled především na:

- financování a řízení zásob, pohledávek a peněžních prostředků a výběr optimální formy krátkodobého financování,
- investování podnikového kapitálu do fixního majetku,
- rozdělování podnikového zisku s ohledem na daňovou politiku státu, jako je dividendová politika, tvorba rezervních fondů, nerozdělený zisk, odpisová politika,
- finanční analýzu činnosti podniku (Synek, M., 1997).

Pro finanční rozhodování platí několik všeobecných pravidel:

- preferuje se vždy větší výnos před výnosem menším,
- preferuje se vždy menší riziko před rizikem větším,
- za větší riziko se považuje větší výnos,
- preferují se peníze obdržené dříve před stejnou částkou peněz obdrženou později.
- motivací investování do určité akce je očekávání většího výnosu, než by přineslo investování do jiné akce, ovšem s přihlédnutím k míře rizika,
- motivací veškerého investování je zvětšení majetku (Zinecker, M., 2006).

Jestliže chce management dosáhnout dlouhodobé finanční stability a rovnováhy, měl by se zaměřit na doporučení v podobě bilančních pravidel.

## **2.1. Zlaté pravidlo financování**

Nejdůležitějších z pravidel financování je bilanční neboli zlaté pravidlo, které doporučuje na první pohled jednoduchou a zřejmou věc, a to sladění časového horizontu podnikového majetku a jeho zdroj financování. V ideálním případě by dlouhodobá aktiva měla být kryta dlouhodobými pasivy, tedy základním kapitálem, nerozděleným ziskem z minulých let nebo cizími zdroji. To samé platí též pro aktiva a pasiva krátkodobá (Kislingerová, E., 2001).

Odůvodnění je poměrně jednoduché - krátkodobé zdroje jsou poměrně drahé a jsou dostupné pouze po omezenou dobu. Jejich hlavním úkolem je poskytnout firmě krátkodobé užití, z nichž bude mít větší zisk, než je na tyto zdroje výše nákladů. Na rozdíl od krátkodobých zdrojů má mít firma k dispozici dlouhodobé zdroje na delší dobu a díky tomu je může vynaložit na dlouhodobé aktivity. Dlouhodobé zdroje tedy nemají rychlou či okamžitou návratnost.

Jestliže firma oběžný majetek financuje dlouhodobým kapitálem, je překapitalizována - má zbytečně velké množství drženého kapitálu, jež by mohla investovat a přinést výnos. Naopak může docházet též k podkapitalizování podniku a to tehdy, pokud podnik má příliš malé množství kapitálu, což způsobuje poruchy v chodu podniku. K tomu případu často dochází ve fázi expanze podniku, kdy se podnik rozvíjí, zavádí nové výrobky či zvyšuje prodeje a majetek není kryt stanovenými zdroji. Ani jeden z těchto stavů není z dlouhodobého pohledu zjevně udržitelný (Veber, J., Srpová, J., 2005).

## **2.2. Pravidlo vyrovnání rizika**

Druhé pravidlo je důležité především pro získání úvěrů a jiných cizích zdrojů. Firmu jako takovou až tolik ovlivňovat nemusí. Pravidlo hovoří o tom, že vlastního kapitálu by mělo být alespoň stejně jako cizího. Dlouhodobý majetek je tedy nutné v širším pojetí financovat vlastním i dlouhodobým cizím kapitálem, v užším pojetí pouze vlastním kapitálem. Cizí kapitál totiž odebírá z majitele část rizika a podnik tak může mít větší sklon k riskování a menší motivaci ke zvyšování výkonů. Firmy obvykle v praxi pravidlo

v užším pojetí nerespektují, ale snaží se zajistit financování dlouhodobě vázaného majetku dlouhodobým kapitálem (Wöhe, G., 1995).

### **2.3. Pari pravidlo**

Pari pravidlo říká, že dlouhodobý majetek by měl být kryt pouze vlastním kapitálem. Částečně tedy opakuje zlaté bilanční pravidlo, neboť zamezuje situaci, kdy krátkodobá aktiva jsou financována dlouhodobým majetkem. Některé prosperující firmy však v praxi kumulují nerozdělený zisk z minulých let, kterým financují svůj provoz a zbytečně tak nesou velké riziko, za které nemusí být vždy odměněni adekvátním výnosem z vloženého kapitálu (Synek, M., 2007).

### **2.4. Růstové pravidlo**

Poslední z bilančních pravidel říká, že tempo růstu investic by nemělo být vyšší než tempo růstu tržeb. Dodržení tohoto pravidla přispívá k tomu, že firma neudělá více špatných investic za sebou (Synek, M., 1998).

### 3. Optimální kapitálová struktura

Optimalizací kapitálové struktury rozumíme hledání optimálního poměru vlastního a cizího kapitálu, tedy minimalizaci průměrných nákladů kapitálu čímž zároveň dochází k maximalizaci tržní hodnoty firmy (Valach, J., 2010).

Při hospodaření každého podniku je zásadní otázkou, jaký zvolit podíl vlastního a cizího kapitálu. S každým z nich jsou spojeny určité náklady. Náklady na cizí kapitál jsou vyjádřeny úrokem, který firma musí za získaný cizí kapitál platit, popřípadě další náklady spojené s jeho získáním. U vlastního kapitálu je určení nákladů složitější, proto se nejčastěji jako náklad bere výnosnost kapitálu požadovaná investorem.

Spektrum faktorů ovlivňující kapitálovou strukturu je mnoho. Zejména se jedná o odvětví, ve kterém firma působí, dále to jsou struktura majetku, postoj vedoucích pracovníků, úroková míra bank či stabilita zisku. Z těchto důvodů by měl management podniku usilovat o optimální kapitálovou strukturu, tj. o optimální zadluženost (Synek, M., 2007).

Optimální kapitálovou strukturu lze teoreticky určit jako minimum celkových nákladů na podnikový kapitál (WACC).

$$WACC = r_e \frac{E}{C} + r_d(1-T) \frac{D}{C}$$

$r_e$  – náklady na vlastní kapitál po zdanění zisku v %

$r_d$  – náklady na cizí kapitál před zdanění zisku v %

$E$  – tržní hodnota vlastního kapitálu v Kč

$D$  – tržní hodnota cizího kapitálu v Kč

$C$  – celkový kapitál (celková tržní hodnota firmy)

$T$  – koeficient daně z příjmu



Pokud roste podíl cizího kapitálu na celkovém investovaném kapitálu, roste také očekávaná výnosnost vlastního kapitálu a tím i náklady na vlastní kapitál. Matematicky se tato skutečnost vyjádří pomocí vzorce:

$$r_e = r_u + (r_u - r_d) D/E$$

$r_u$  – náklady vlastního kapitálu v případě nezadlužené firmy (100% vlastní kapitál)

Dosažením tohoto vzorce do vzorce na průměrné náklady kapitálu, získáme po jeho zjednodušení  $WACC = r_u$ . Dle této teorie jsou náklady na celkový investovaný kapitál nezávislé na kapitálové struktuře. Firma si tedy může vybrat libovolný poměr mezi vlastním a cizím kapitálem a na její hodnotu to nebude mít vliv. Je tomu tak především proto, že zvýšením poměru levnějšího kapitálu je kompenzováno zvyšováním nákladů na kapitál vlastní.

Při zjišťování cizího kapitálu vycházíme z účetního výkazu rozvaha a to konkrétně z účtu dluhopisy, dlouhodobé bankovní úvěry, běžné bankovní úvěry a finanční výpomoci. Výši nákladů zjistíme z příslušných smluv. Patří do nich i náklady spojené se správou úvěru a počáteční poplatky.

Pro stanovení nákladů na vlastní kapitál existuje více metod. Každá však může vést k jiným výsledkům a ne všechny jsou v daném případě použitelné. Vždy záleží na výběru metody a správném zadání vstupních parametrů (Oščatka, J.).

**Metoda CAMP** je založena na přímce cenných papírů, jež odvozuje střední očekávanou výnosnost cenného papíru od očekávané bezrizikové výnosnosti a průměrné prémie za riziko na kapitálovém trhu.

**Stavebnicová metoda** se zakládá na nejúplnějším zachycení konkrétních faktorů rizika pro daný podnik. Rizika nabývají různých vah důležitosti, jsou ohodnoceny stupněm rizika a převedeny na rizikovou přírážku. Minimální náklady na vlastní kapitál odpovídají bezrizikové výnosnosti a maximální náklady na kapitál odpovídají možnosti s nejvyšším rizikem. Výsledný náklad vypočteme součtem bezrizikové výnosnosti a rizikových přírážek za konkrétní rizika. Do určité míry můžeme náklady zvýšit o přírážky, jež nebyly zachyceny výše uvedenými riziky.

**Dividendový model** se zakládá na předpokladu, že hodnota akcie je dána součtem současných hodnot příjmů, jež můžeme v budoucnu očekávat a současné hodnoty prodejní ceny za  $x$  let. Tento model nelze použít u společnosti, které nevyplácejí dividendy.

**Určení diskontní míry na základě průměrné rentability** je metoda, jež je založena na údajích o průměrné rentabilitě vlastního kapitálu v příslušném odvětví. Výhodou této metody je především dostupnost dat o rentabilitě. Na druhé straně nevýhoda spočívá v regulaci účetní rentability pomocí tvorby a rozpouštění rezerv a možnost rozdílu mezi účetní a tržní hodnotou kapitálu.

**Odvození nákladů vlastního kapitálu z nákladů cizího kapitálu** se určí připočítáním několika procentních bodů k reálné úrovni nákladů na cizí kapitál (Ošchatka, J.).

Při optimalizaci míry zadluženosti vycházíme z toho, že:

- cizí kapitál je levnější než vlastní kapitál z důvodu největšího rizika v případě vlastního kapitálu. Jelikož akcionáři jsou při likvidaci podniku poslední v pořadí při vyrovnávání nároků na úhradu a dividendy se vytvářejí ze zisku po zdanění.
- s růstem zadluženosti roste úroková míra a požadavek na vyšší dividendy. Dáno rostoucím rizikem pro banky a větší riziko vyžaduje i vyšší výnosnost. Ze stejných důvodů chtějí akcionáři větší dividendy.
- substituce vlastního kapitálu dluhem přináší zlevnění nákladů na celkový kapitál, ale pouze do určité míry zadluženosti, poté náklady začnou růst (Synek, M., 2007).

### **3.1 Statické a ostatní teorie**

Různé názory na optimalizaci kapitálové struktury vyústily do několika teorií, které lze rozdělit do dvou základních skupin. První skupina, tzv. statické teorie, vychází z obecné ekonomie, která je následně aplikována na konkrétní problém a doplňuje ji empirickým zkoumáním skutečného chování podniků. Druhá skupina, tzv. dynamické teorie, jako základ bere empirické zkoumání skutečného chování podniků a doplňuje ji určitým teoretickým zobecněním (Kislingerová, E., 2004).

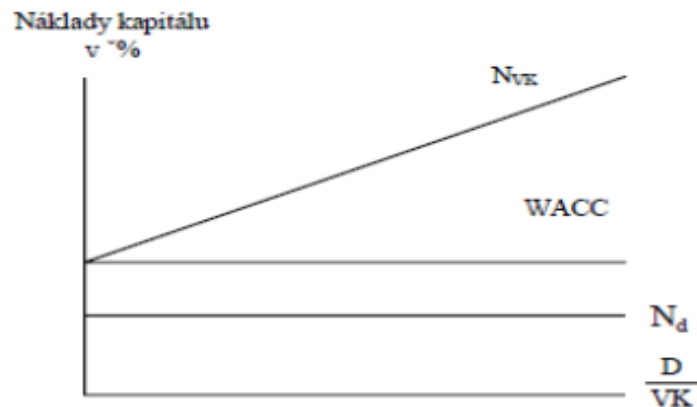
### **3.1.1 Statické teorie**

Do statických teorií zařazujeme především model MM, tedy model dvou významných ekonomů Mertona Millera a Franca Modiglianiho, jež získali za svou práci v oblasti financí Nobelovu cenu za ekonomii, dále sem patří i tzv. přístup tradiční. Přestože se závěry teorií liší, jejich cíl je shodný - zamyslet se nad tím, zda existuje objektivní rovnovážný cílový stav podniku a mají-li podniky mít snahu o nalezení tohoto stavu v jednotlivých odvětvích a zabezpečení pomocí konkrétních finančních rozhodnutí (Brealey R.A., Myers S.C., 1992).

#### **Model MM**

Tento model je konstruován pro akciové společnosti a z hlediska oceňování jde o zástupce výnosových metod založených na zisku. Vychází ze tří základních tvrzení a předpokladů, při kterých daná tvrzení platí. Tvrzení jedna říká, že tržní hodnota podniku je nezávislá na jeho kapitálové struktuře a odvozuje se od míry očekávaného zisku (EBIT) na akcii v dané třídě podniků, čímž se obecně míní skupina podniků s očekávanými shodnými průměrnými zisky. Jestliže tržní hodnota firmy tedy nezávisí na struktuře zdrojů krytí aktiv, vyplývá z toho, že závisí na reálných aktivech a jejich užití. Je proto možné úplně oddělit investiční a finanční rozhodnutí (Kislingerová, E., 2001). Závěrem tvrzení I je názor, že firmě s rostoucím zadlužením zůstávají náklady dluhu a průměrné náklady kapitálu neměnné a náklady vlastního kapitálu rostou. To způsobuje, že se nemění tržní hodnota firmy a lze to vysvětlit tak, že výnosy levnějšího dluhu jsou nahrazovány zvyšujícími se náklady na vlastní kapitál, a tudíž se navzájem jejich působení vyruší a průměrné náklady tak zůstanou neměnné (Valach, J., 2010).

## Graf MM tvrzení 1



Zdroj: VALACH, J.: Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. Praha: Ekopress, 2010.

$N_{VK}$  = náklady vlastního kapitálu

$N_d$  = náklad dluhu (bez zohlednění daně)

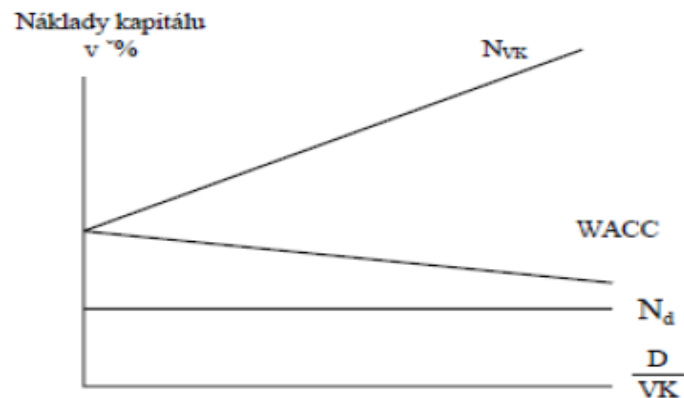
WACC = průměrné náklady kapitálu

D = dluh

VK = vlastní kapitál

Druhé tvrzení předpokládá, že obligace firmy při nízkých úrovních dluhu jsou téměř bezrizikové, a tudíž je očekávaný výnos dluhu nezávislý na výši zadlužení a očekávaný výnos vlastního kapitálu vzroste. Výnosová míra vlastního kapitálu je přímo úměrná finanční páce. Při vyšším zadlužení však roste riziko, že nebude firma moci plnit závazky, a věřitelé tudíž budou požadovat vyšší úroky. Tempo růstu očekávané výnosnosti vlastního kapitálu se tím začne snižovat. Čím více si pak firma bude půjčovat, tím bude výnos méně citlivý na další vypůjčování. Z toho vyplývá, že očekávaný výnos dluhu spolu se zadlužením roste a celkový očekávaný výnos aktiv firmy je konstantní (Brealey R.A., Myers S.C., 1992). Pokud bereme v úvahu, že existuje určitá míra zdanění, lze tvrzení II formulovat tak, že díky daňovému štítu průměrné náklady kapitálu klesají a tržní hodnota firmy roste. Pro firmu tedy bude nejvhodnější využívat co největší podíl dluhu na celkovém kapitálu (Valach, J., 2010).

## Graf MM tvrzení 2



Zdroj: VALACH, J.: Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. Praha: Ekopress, 2010.

Finanční praxe ani někteří finanční teoretici však tvrzení I neakceptovali a to z toho důvodu, že nebrali v úvahu daň ze zisku ani náklady finanční tísně. Vliv daní však nakonec sami uznali za podstatný a ve tvrzení II je již zohlednili. Náklady finanční tísně však již do tohoto tvrzení nezahrnuli, jelikož do určité míry zvyšují náklady na dluhový kapitál, čímž se ruší pozitivní působení úrokového daňového štítu. Firma si tudíž nemůže půjčovat donekonečna a příliš velké zadlužení pak znamená zhoršení hodnoty nebo případný bankrot.

Tvrzení III říká, že podnik akceptuje investici pouze tehdy, jestliže míra její ziskovosti přesahuje očekávanou míru zisku na akcii v dané třídě podniků.

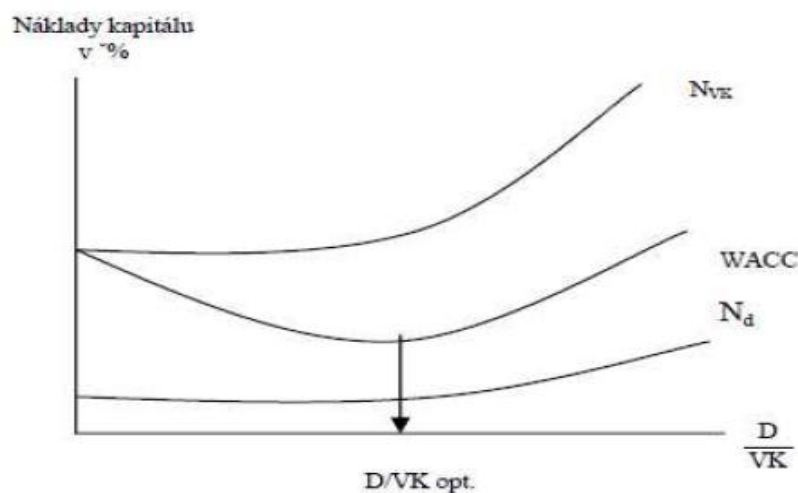
### Klasická teorie

Klasická teorie reaguje na tvrzení Modiglianiho a Millera, které kritizuje, tedy bere v úvahu vliv úrokového daňového štítu a nákladů finanční tísně. Tato teorie uznává, že do určité výše zadlužení firmě průměrné náklady na kapitál klesají, ale pokud hodnota dluhu je příliš vysoká, dochází k jejich nárůstu díky existenci vysokých nákladů finanční tísně (Brealey R. A., Meyers, S. C., 2010). Zastánci tradiční teorie považují za podstatné to, co se Modiglianimu a Millerovi jevílo jako nepodstatné a tj. že reálná ziskovost obvyčejné akcie je mírně ovlivněna regulováním dluhu v rámci kapitálové struktury. Na rozdíl od teorie MM odmítá předpoklad dokonalosti kapitálových trhů při zachování

ostatních předpokladů a odvozuje z toho existenci optimální kapitálové struktury z hlediska jejího vlivu na hodnotu podniku (Kislingerová, E., 2001).

Základní myšlenkou klasické teorie je fakt, že optimální kapitálová struktura je takové složení dlouhodobého kapitálu podniku, při kterém dochází k minimalizaci průměrných nákladů kapitálu. Jestliže ostatní faktory jsou neměnné, platí i předpoklad, že tržní hodnota firmy je maximální. Teorie vychází z předpokladu, že náklady na cizí kapitál jsou nižší než náklady na kapitál vlastní a že náklady dluhu rostou společně s růstem zadlužení. Optimální poměr cizího a vlastního kapitálu tedy můžeme dle daných předpokladů najít pomocí minima křivky průměrných nákladů kapitálu, jež bývá označována jako „U“ křivka.

Graf klasické teorie



Zdroj: VALACH,J.: Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. Praha: Ekopress, 2010.

Klasická teorie je však také kritizována, a to především kvůli předpokladu existence neuspokojivých investorů, kteří jsou ochotni vkládat peníze do společnosti. Kritika vychází z předpokladu existence dokonalých kapitálových trhů. Tento předpoklad však není v dnešní době příliš relevantní. Dalším z důvodů kritiky je vysoká náročnost na zjištění průměrných nákladů na kapitál a zohlednění velkého množství jiných faktorů, jež ovlivňují volbu kapitálové struktury a v teorii nejsou zakomponovány. Mezi tyto faktory patří například velikost a stabilita zisku, postoj manažerů, majetková struktura podniku nebo odvětví, ve kterém firma podniká. Navíc tato teorie bere jako klíčový

faktor minimalizaci průměrných nákladů, na rozdíl od jiných teorií, které se soustřeďují na tržní hodnotu firmy (Valach, J., 2010).

### **3.1.2. Ostatní teorie**

V průběhu posledních padesáti let se objevilo několik dalších názorů na optimalizaci kapitálové struktury. Některé z nich jsou blízké teorii „U“ křivky průměrných nákladů kapitálu, jiné jsou výrazně odlišné.

#### **Teorie hierarchického pořádku**

Teorie hierarchického pořádku je hlavním představitelem dynamické skupiny teorií, která se nesnaží zkoumat složení kapitálu z hlediska vlivu na náklady kapitálu či tržní hodnotu firmy jako statické teorie, ale na základě různých výzkumů zobecnit chování a rozhodování firem v oblasti kapitálové struktury. Zdůrazňuje velký vliv podnikových manažerů na volbu kapitálové struktury, protože mají podrobnější a rychlejší informace než vlastníci nebo věřitelé. Z tohoto důvodu neuznává předpoklad homogenních očekávání budoucích zisků všemi subjekty podnikání, jako je tomu u teorie MM v prvním tvrzení.

Předpokladem této teorie je stabilní dividendová politika, kdy se kapitálová struktura podřizuje požadavku zachování míry dividend, a proto se průběžně upravuje podle výkyvů v dosahovaném zisku. Dalším předpokladem je preference interních zdrojů financování manažery nebo averze manažerů k emisi akcií (Brealey, R. A., Myers, S. C., 1992). Podnik tedy uskutečňuje financování svých dlouhodobých potřeb v pořadí: interní zdroje, dlouhodobý úvěr či emise dlouhodobých obligací a naposledy emise akcií. Manažeři vychází z toho, že pro podnikový management je nejjednodušší, nikoli nejlacinější, při financování dlouhodobých potřeb použít zadržený zisk. Firma se tím nedostane do styku s externími investory či s kapitálovým trhem, jelikož interní zdroje nevyvolávají náklady, jež jsou spojeny s použitím externích zdrojů ve formě akcií či obligací. Emise akcií je považována za nechtěný způsob získání kapitálu z důvodu, že vyvolává nepříjemné důsledky, jako jsou např. náklady emise, tlak na snížení cen

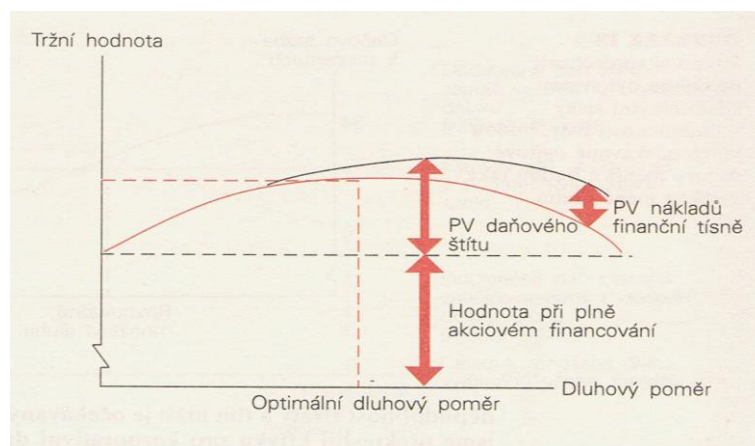
stávajících akcií či nepříznivý dojem na veřejnost. Tato skutečnost vysvětluje častý jev, kdy firmy s vysokým ziskem mají nízký podíl dluhu ve svém kapitálu (Valach, J., 2010).

Výsledkem teorie hierarchického pořádku je názor, že optimální kapitálová struktura v jednotlivých odvětvích v podstatě neexistuje a přílišná zobecňování mohou být zavádějící. Je to dáno především tím, že každý podnik je natolik specifický, že optimalizační snahy nelze přenášet na jiné podniky. Jelikož každý podnik průběžně optimalizuje svá finanční rozhodnutí vzhledem k neustále se měnícím specifickým podmínkám svého vývoje (Kislingerová, E., 2001).

### Kompromisní teorie kapitálové struktury

Tato teorie je založena na stejných principech jako klasická teorie a chápe volbu optimální kapitálové struktury jako kompromis mezi úrokovým daňovým štítem a náklady finanční tísně. Úrokový daňový štít do určité míry zadlužení snižuje průměrné náklady kapitálu a náklady finanční tísně průměrné náklady kapitálu zvyšují. Optimální složení kapitálu nastává v době, kdy daňový štít co nejvíce převyšuje náklady finanční tísně.

Graf kompromisní teorie



Zdroj: MYERS, S. C.: The Capital Structure Puzzle. Journal of Finance, 1984, roč. 39, č.3, s. 575-592

Zároveň se zde zdůrazňuje vliv výše a stability podnikového zisku a charakteru hmotných aktiv. Firmy s vyššími a stabilními zisky a bezpečnými hmotnými aktivy si



mohou dovolit vyšší podíl dluhu na celkovém kapitálu, než firmy s nízkým kolísajícím ziskem a rizikovějšími aktivy, jako je například nehmotný majetek (Valach, J., 2010).

Pokud by nebylo nákladů na přizpůsobení kapitálové struktury, všechny firmy by pracovaly na úrovni svého cílového dluhového poměru. Při jejich existenci však trvá určitou dobu, než se firma optimu přizpůsobí. Firmy však na vlivy, které je posouvají mimo jejich cílovou kapitálovou strukturu, nemohou reagovat okamžitě, a proto jsou rozdíly v kapitálových strukturách i u firem, jež mají cílový dluhový poměr stejný.

Tato teorie se na rozdíl od teorie MM, jež předpovídá, že firmy by měly mít tolik dluhů, kolik jen mohou, vyhýbá extrémním předpovědím a zdůvodňuje umírněné dluhové poměry. Například vysvětluje mnoho rozdílů v kapitálové struktuře mezi odvětvími, kde firmy se špičkovou technologií a rizikovými nehmotnými aktivy obvykle mají poměrně nízký dluh. Oproti tomu společnosti s hmotnými a bezpečnostními aktivy si můžou půjčovat hodně.

Na druhé straně jsou jevy, které kompromisní teorie vysvětlit nedokážou. Například neumí vysvětlit, proč většina nejuspěšnějších společností prosperuje s malým dluhem. Zde teorie selhává, jelikož předpokládá pravý opak, jelikož vysoký zisk znamená větší schopnost dluhové služby a větší možnost využít daňového štítu, tudíž by měli mít vyšší cílový dluhový poměr (Brealey, R. A., Myers, S. C., 1992).

### **Teorie R. A. Brealeyho a S. C. Myerse**

Tato teorie dochází k závěru, že pro nalezení optimální kapitálové struktury není žádný vzorec, jako například vzorec na výpočet průměrných nákladů kapitálu v klasické teorii. Doporučuje však respektovat čtyři dimenze, a to daně, riziko, typ aktiv a finanční volnost. Daně je třeba brát v úvahu z důvodu, že ve svém důsledku vedou k úrokovému daňovému štítu, a pokud by podnik nemohl využívat daňový štít, neměl by se zadlužovat příliš. Pokud firma nedokáže využít úrokový daňový štít, má vysoké riziko podnikání, převažují nehmotná aktiva a mají malou finanční volnost, měla by se zadlužovat co nejméně. Finanční volnost je zdůrazňována především proto, že v delším období hodnota firmy závisí spíše na investičních rozhodnutích, než na struktuře financování projektu. Podnik by proto měl usilovat o to, aby měl především dostatek

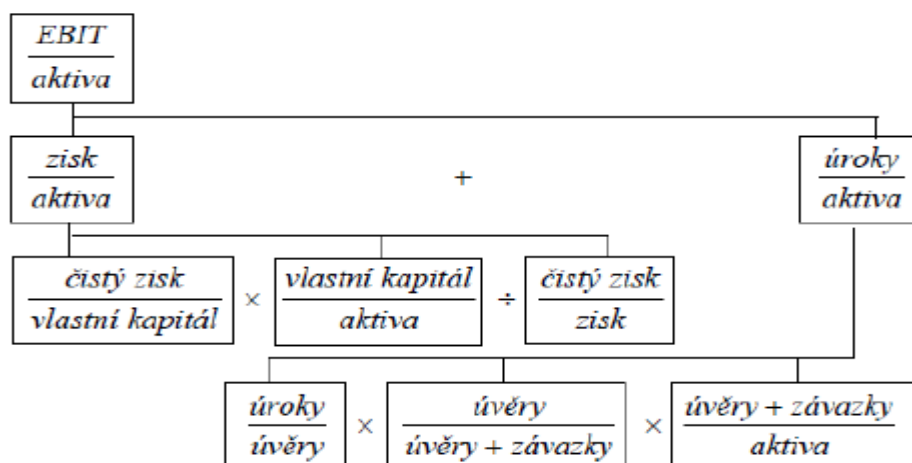
zdrojů pro nové efektivní investiční příležitosti. Nejrychleji dostupné jsou samozřejmě interní zdroje.

### Model Neumaierová – Neumaier

V úvaze o optimální zadluženosti manželé Neumaierovi řeší otázku, zda optimální zadluženost vůbec existuje a pokud ano, jak ji definovat a poskytnout tak manažerům model, který by jim měl pomoci při rozhodování o výši zadluženosti. Podle klasické teorie autoři článku souhlasí s tím, že optimální teorie existuje, ne však v případě, pokud jsou minimální náklady na kapitál. Optimální zadluženost by podle nich mohla existovat ve formě kombinace vlastního a cizího kapitálu, avšak mimo extrémní zadluženosti, kdy má podobu modelu MM.

Ve svém modelu vycházejí z toho, že podnik má optimální zadluženost, pokud rentabilita kapitálu je co nejvyšší. Model lze zachytit pomocí jednoduchého schématu (Neumaierová I., Neumaier I., 1996).

Model Neumaierová-Neumaier



Zdroj: NEUMAIEROVÁ,I.-NEUMAIER,I.: *Úvaha o optimální zadluženosti*, Finance a úvěr, 1996, roč. 46, č. 1, s. 51-61

Pro výpočet optimální zadluženosti využívají následující rovnici, která vyjadřuje vztah mezi rentabilitou vlastního kapitálu (závislá proměnná  $y$ ) a nezávisle proměnnou  $x$ , jež reprezentuje zadluženost. Podíly označené  $a$ ,  $b$  a  $c$  považujeme za konstanty. Za

konstantu však považujeme také podíl závazků na aktivech, jelikož většinu závazků tvoří závazky z obchodního styku, jejichž velikost je dána charakterem výroby, nikoli strukturou kapitálu.

$$y = a/x * [b - c * (1 - x - d)],$$

kde:  $y$  = čistý zisk/vlastní kapitál

$a$  = čistý zisk/zisk (konstanta, pokud zisk > 0)

$x$  = vlastní kapitál/aktiva

$b$  = EBIT/aktiva

$c$  = úroky/úvěry

$d$  = závazky/aktiva

V modelu se pracuje s úvahou, že optimální zadluženost, tedy maximální rentabilita vlastního kapitálu, bude dosažena v extrému funkce, tedy derivace funkce bude rovna nule. Přestože se pracuje s účetními hodnotami, lze předpokládat, že při maximální rentabilitě bude dosažena maximální tržní cena vlastního kapitálu.

Zderivovaná funkce:  $y' = a/x^2 * [c * (1 - d) - b]$

Jestliže derivace vyjde menší než 0, vyplatí se společnosti zadlužovat, pokud bude větší než 0, vyplatí se pracovat s vlastním kapitálem. V případě, kdy derivaci je rovna 0, z hlediska rentability vlastního kapitálu je jedno, zda se zadlužujeme či ne. Závěr této teorie je takový, že lze doporučit extrémy, tzn. buď pouze vlastní nebo pouze cizí kapitál či na zadlužení vůbec nezáleží. Zadlužovat by se měly tedy pouze podniky, u kterých je výnosnost celkového kapitálu vyšší, než úroková míra cizího kapitálu a tedy platí následující vztah, u ostatních to není doporučeno.

$$\text{EBIT/aktiva} > \text{úroková míra}$$

(Neumaierová I., Neumaier I., 1996)

Výhodnost použití cizího kapitálu můžeme ověřit až dodatečně porovnáním ukazatelů výnosnosti celkového a vlastního kapitálu. Všeobecné pravidlo však zní, že vypůjčené peníze pomáhají víc vydělat. Vyšší podíl cizího kapitálu zvyšuje tržní cenu akcií. Pokud

je však půjčeno příliš, zvedne se finanční riziko a hrozí platební neschopnost, čímž se naruší finanční stabilita podniku a náklady na kapitál se zvýší. Vysoký podíl úroků na zisku však začne snižovat tržní cenu akcií. Pro optimalizaci finanční struktury je proto potřeba vyrovnat výnosnost a riziko, čímž se dosáhne maximální tržní hodnoty akcie (Synek, M., 2007).

### **3.2. Struktura dluhů**

Další zásadní otázkou je struktura dluhů, neboli podíl krátkodobého a dlouhodobého kapitálu. Krátkodobý kapitál je levnější, proto je tendence ho více používat. Zvyšuje to však riziko platební neschopnosti, jelikož musí být splacen v krátké době. Z tohoto důvodu by měl být používán pouze k financování takových složek majetku, které lze rychle a bez ztrát splatit, tedy likvidní aktiva. Dlouhodobý kapitál by tedy finančně měl kryt dlouhodobý majetek a trvale vázaný oběžný majetek. Pokud jsou krátkodobá aktiva financována pomocí dlouhodobého cizího kapitálu, je to neekonomické. Použití krátkodobého cizího kapitálu pro financování dlouhodobých aktiv zase příliš riskantní. Je tedy nutné udržovat nejen optimální poměr cizích a vlastních zdrojů, ale i optimální poměr zdrojů dlouhodobých a krátkodobých.

Volné prostředky, které jsou v nejlepším případě ve formě peněz a které zůstanou po úhradě běžných závazků podniku, nazýváme čistý pracovní kapitál. Uspokojivá výše je jedním ze znaků dobré finanční situace. Případ, kdy krátkodobý cizí kapitál převyšuje oběžný majetek, je krajně nežádoucí a vzniká tzv. nekrytý dluh.

Správně určit optimální stupeň zadluženosti i strukturu dluhů je v praxi velmi obtížné.

## **4. Determinanty ovlivňující kapitálovou strukturu**

Jakýkoli z faktorů, který ovlivňuje kapitálovou strukturu firmy, směřuje k tomu, že čím „optimálnější“ bude nastavena kapitálová struktura, tím efektivnější firma bude. Kapitálová struktura je daná především podnikatelským zaměřením společnosti. Mezi další faktory, které mají vliv na rozhodování je podnikatelské riziko, velikost podniku, finanční flexibilita či schopnost manažerů využít cizí kapitál ve snaze zvýšit zisky.

Vedle těchto faktorů existuje i několik studií, které na věc mají odlišný pohled. Nemají za cíl přímo kvantifikovat optimální kapitálovou strukturu, ale vyzorovat, jaké faktory mají na její volbu největší vliv.

### **4.1. Studie Patrika Bauera**

Jedna z vybraných studií je z časopisu Finance a úvěr z roku 2004, jež se zabývá determinanty kapitálové struktury firem, jež zároveň uvádí závěry jiných studií a teorií ohledně vlivů faktorů na kapitálovou strukturu. Studie byla provedena na základě nedostatečného množství zkoumání v této oblasti, tudíž jakékoli nové informace jsou v této oblasti přínosem.

Autor provedl empirické zkoumání, jež přineslo výsledky na základě měření pomocí určených veličin. Cílem studie je přinést informaci o tom, které faktory a v jaké míře kapitálovou strukturu ovlivňují. Ve studii nejde přímo o určitou teorii, ale pouze o výsledky měření a fakta, jež výzkumem zjistil.

Výsledkem jeho pozorování je zjištění, že firmy obchodující v České republice vykazují obecně nižší zadluženost než země G7 a většina rozvojových zemí v případě účetních hodnot. Na druhé straně u tržních hodnot, kdy zadluženost je negativně zkorelována se ziskovostí, růstovým potenciálem a hmotnými aktivy. Pozitivní korelaci můžeme sledovat mezi finanční pákou a velikostí firmy, daněmi nebo odvětvím distribuce elektřiny, plynu a vody. Negativní vztah se zadlužeností vykazují odvětví jako například těžba surovin. Vztah mezi volatilitou a zadlužeností studie nenašla.

Nedostatkem této studie je neporovnatelnost, jelikož čerpal z dokumentů, jež byly sestaveny na základě českých účetních standardů. Dalším nedostatkem, který přiznává i sám Bauer je to, že některé výsledky jsou statisticky málo významné. Pro přesnější výsledky by bylo potřeba například rozšíření sledované skupiny firem.

Mezi hlavní determinanty autor řadí:

- velikost firmy,
- ziskovost,
- podíl hmotných aktiv,
- příležitosti k růstu,
- daně,
- nedluhový daňový štít,
- volatilitu,
- odvětvovou klasifikaci.

## **4.2. Studie Laurenta Weilla**

Tato studie zkoumá determinanty pákového efektu v transformujících se ekonomikách ze střední a východní Evropy v roce 1998. V té době finanční systémy ekonomik charakterizují dvě hlavní vlastnosti. První vlastností jsou málo rozvinuté trhy. Z tohoto důvodu mají i velké společnosti omezený přístup k akciím a dluhopisům na jejich finanční potřeby. Druhou vlastností je dostupnost nerozděleného zisku, je nižší než v západní Evropě, jelikož nižší ziskovost souvisí s horší ekonomickou situací. Proto se očekává, že firmy z těchto zemí poptávají více úvěrů a přístup k úvěrům je proto pro rozvoj těchto ekonomik velmi důležitý.

Studie se zaměřila na analýzu středních a východních zemí v porovnání se zeměmi západními a na to, zda a do jaké míry faktory ovlivňují zadluženost šesti vybraných transformujících se ekonomik Střední a Východní Evropy. Cílem studie je porovnat, zda faktory působí stejně jako v západních zemích Evropy.

Potřebná data byla získána z databáze Amadeus přibližně od 4 500 výrobních firem z šesti zemí – Bulharsko, Česká republika, Maďarsko, Lotyšsko, Polsko a Rumunsko.

Výrobní firmy byly vybrány z důvodu homogenosti údajů, jelikož ve finanční struktuře jsou rozpory mezi jednotlivými odvětvími. Jako vstupní data byly nekonsolidované rozvahové údaje za rok 1996 – 1998.

Studie je zaměřena na vliv (Leverage) čtyř hlavních vysvětlujících proměnných: ziskovost (Profitability), hmotná aktiva (Tangibility), růst (Growth) a velikost firmy (Size).

U každé země byl proveden výpočet podle vzorce:

$$\text{Vliv [Firma } i] = \alpha + \beta_1 \text{ Zisk} + \beta_2 \text{ Hmotná aktiva} + \beta_3 \text{ Růst} + \beta_4 \text{ Velikost} + \beta_5 \text{ Index1} \\ + \beta_6 \text{ Index2} + \varepsilon_i$$

Výsledky ukázaly, že testované proměnné jsou významné ve většině zemí. Hlavním poznatkem studie však je, že ziskovost všech zkoumaných zemí je negativně zkorelovaná se zadlužeností. Potvrzuje to myšlenku, že firmy, které jsou ziskové více, spoléhají na své interní zdroje. Negativní vztah se zadlužeností mají též hmotná aktiva, což je pravděpodobně způsobeno averzí věřitelů k riziku a kladení velkého důrazu na likviditu v tranzitivních ekonomikách.

## **Metodika**

Práci jsem rozdělila na část teoretickou a část praktickou. V praktické části se věnuji vymezení pojmu financování podniku a vše co zahrnuje. Dále jsem zpracovala pravidla financování a strukturu kapitálu. Pohledy, ze kterých lze pohlížet na strukturu kapitálu, jsou v práci též podrobně uvedeny a rozebrány. Pravidla financování byla rozebrána nejen prostřednictvím obecných pravidel, ale také prostřednictvím konkrétní doporučení v podobě bilančních pravidel. Dále se v teoretické části zabývám optimální kapitálovou strukturou a různými modely a teoriemi, jež se pokoušejí vypočítat, jaké faktory mají na optimální kapitálovou strukturu největší vliv.

Praktická část mé práce zahrnuje finanční analýzu jedné českobudějovické firmy poskytující služby v oblasti telemarketingu. Přestože společnost nechce uvádět název, poskytla mi potřebné informace potřebné pro analýzu. Ze získaných údajů posuzuji financování majetku, vývoj struktury dluhů, finanční výkonnost a především se zaměřuji na posouzení kapitálové struktury podle jednotlivých modelů.

Cílem mé práce je vyhodnocení kapitálové struktury vybraného podniku. Na základě vypočítaných finančních ukazatelů z Rozvahy a Výkazu zisku a ztráty vyslovit názor na „ekonomické zdraví“ hodnocené firmy a upozornit na příp. nedostatky při ekonomickém řízení. V závěru mé práce jsem se snažila doporučit takové složení kapitálu, při kterém bude mít společnost nižší náklady na kapitál. Pro analýzu jsem použila údaje z Rozvahy a Účtu zisku a ztráty za roky 2006 – 2011.



**Tabulka 1: Výchozí ukazatele potřebné pro zhodnocení**

Výchozí ukazatele	Zkratka	Zdroj
Výsledek hospodaření běžného účetního období	EAT	Rozvaha ř. 19
Celková aktiva	CA	Rozvaha ř. 1
Výsledek hospodaření před zdaněním a úroky	EBIT	VZZ ř. 41 + ř. 27
Oběžná aktiva	OA	Rozvaha ř. 7
Zásoby	Z	Rozvaha ř. 8
Krátkodobé závazky	KZáv	Rozvaha ř. 23
Pracovní kapitál	WC	Rozvaha ř. 7 - ř. 23
Výnosy	V	VZZ ř. 4
Dlouhodobý majetek	DM	Rozvaha ř. 3
Pohledávky	P	Rozvaha ř. 10
Závazky vůči dodavatelům	ZvD	Interní materiály firmy
Cizí zdroje	CZ	Rozvaha ř. 20
Vlastní zdroje	VZ	Rozvaha ř. 14
Provozní náklady	PN	VZZ ř.5 + ř.7 + ř.8 + ř.9 + ř.14
Nákladové úroky	NÚ	VZZ ř. 27
Bezriziková výnosový míra	$r_f$	viz <a href="http://www.cnb.cz">www.cnb.cz</a>
Tržní riziková prémie	$(r_m - r_f)$	Zdroj: Scholleová, H. Investiční controlling. 2009. Str. 150
Vlastní kapitál	E	Rozvaha ř. 14
Úročené cizí zdroje	D	Rozvaha ř. 24
Sazba daně z příjmu	T	viz <a href="http://zabulka.www.ucetnikavarna.cz">zabulka www.ucetnikavarna.cz</a>

VZZ = výkaz zisku a ztráty

Zdroj: Vlastní zpracování

**Tabulka 2: Poměrové ukazatele**

Poměrový ukazatel	Zkratka	Výpočet
Rentabilita aktiv	ROA	EBIT/CA
Rentabilita vlastního kapitálu	ROE	EAT/VZ
Rentabilita tržeb	ROS	EAT/V
Běžná likvidita	BL	OA/KZ
Pohotovostná likvidita	PL	(OA-Z)/KZ
Podíl pracovního kapitálu	PPK	WC/CA
Obrat celkových aktiv	OCA	V/CA
Doba obratu pohledávek	DOP	V/P
Doba obratu závazků	DOZ	Kzáv/(V/360)
Doba odkladu závazků	DOP	ZvD/(výkony/360)
Míra zadluženosti	MZ	CZ/CA
Úrokové krytí	ÚK	EBIT/NÚ
Krátkodobá zadluženost	KZ	Kzáv/CA
Čistý pracovní kapitál	ČPK	OA - Kzáv
Náklady na kapitál	WACC	$r_e \cdot E/(E+D) + r_d \cdot (1 - T) \cdot D/(E+D)$
Náklady na VK podle modelu CAMP	$r_e$	$r_f + \beta \cdot (r_m - r_f)$
Tržní riziko	$\beta$	$\beta_{unleveraged} \cdot (1 + (1-T) \cdot D/E)$
Běžná výpůjční sazba podniku	$r_d$	NÚ / Dlouhodobé bankovní úvěry

Zdroj: Vlastní zpracování

# Praktická část

## 5. Charakteristika podniku

### Historie firmy

Původní vlastník založil společnost za účelem koupě zboží a jeho dalšího prodeje v roce 1992. V roce 2004 byla však firma odkoupena nynějšími vlastníky za účelem komerčního call centra. V dubnu roku 2005 společnost zahájila provoz s dvaceti pracovními místy. Pro dobré výsledky se počet zdvojnásobil již v roce 2007 a na konci roku již call centrum mělo 100 pracovních míst. Od listopadu 2010 má společnost celkem 150 operátorských míst rozdělených ve 3 sálech.

### Call centrum

Call centrum je místo, na kterém operátoři komunikují prostřednictvím telefonu s klienty. V případě, kdy oslovují zákazníky s nabídkou prodeje služby nebo produktu či k provedení marketingové analýzy, hovoříme o aktivním telemarketingu. Pokud operátoři hovorů od klientů přijímají a řeší s nimi požadavky, jedná se telemarketing pasivní.

Cílem této práce je rychlé a efektivní oslovení velkého množství stávajících či potencionálních zákazníků, provedení průzkumu trhu, sjednání schůzky, vytvoření databáze klientů, aktualizace dat, realizace reklamní kampaně či úspěšné nabídnutí produktu či služby. Aktuální nabídka služeb, které call centra poskytují, lze rozdělit na:

- **prodejní** – aktivně či pasivně získávají formou marketingu potenciální zákazníky a přesvědčují je ke koupi produktu či služeb
- **servisní** – jsou specializované na předprodejní či poprodejní péči, do které patří například technická podpora
- **informační** – slouží k vyřízení požadavků, které se týkají získání informací, jako například informace pro veřejnost, či informace o telefonních číslech
- **transakční** - realizují požadované operace, typickým příkladem je telebanking či internet banking.

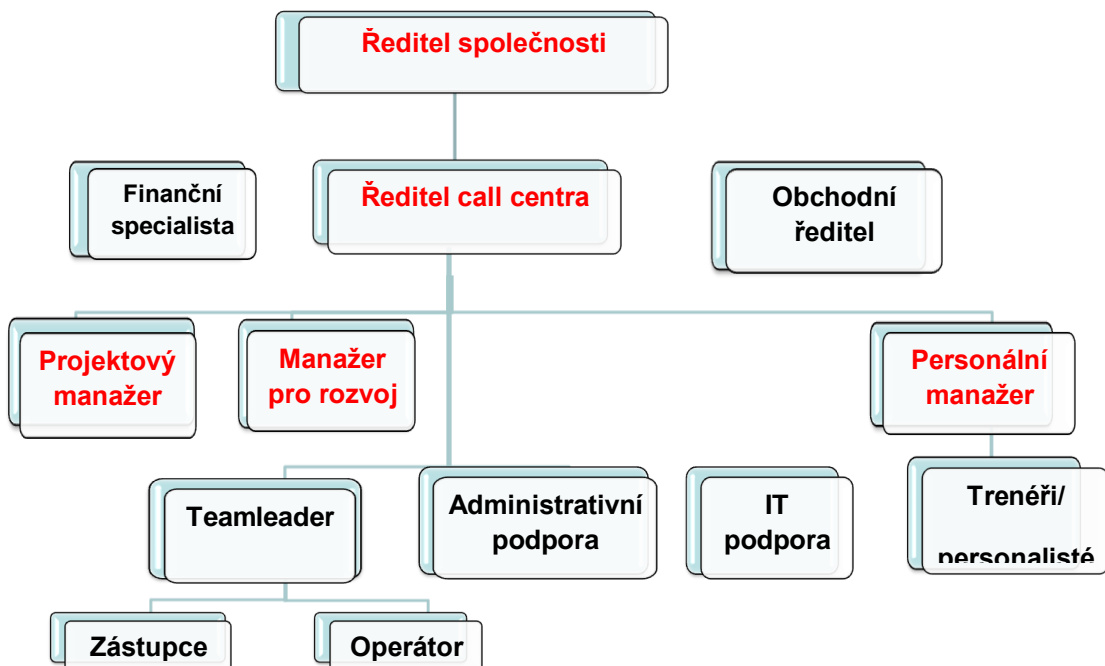
### Hlavní činnosti ve sledované společnosti je v současné době:

- aktivní telemarketing, kde operátoři telefonicky oslovují vybrané skupiny firem nebo domácností,
- obsluha příchozích volání, což zahrnuje provozování infolinek, či prodejních linek,
- poradenství v oblasti efektivního řízení kontaktních center v oblasti technologií, kompetencí nebo procesů.

### Vedlejší činností je pro společnost

- školení komunikačních a prodejních dovedností,
- školení manažerských dovedností,
- identifikace rozvojových potřeb zaměstnanců.

### Organizační struktura



Zdroj: Interní materiály firmy

## 5.1. Charakteristika vybraného podniku z hlediska kapitálové struktury

Kapitálovou strukturu představují pasiva. Základní rozdělení pasiv je na vlastní kapitál, cizí kapitál a časové rozlišení. Tyto řádky jsou součtové a v následující tabulce jsou označeny barevně.

**Tabulka 3: Kapitálová struktura podniku (v tisících Kč)**

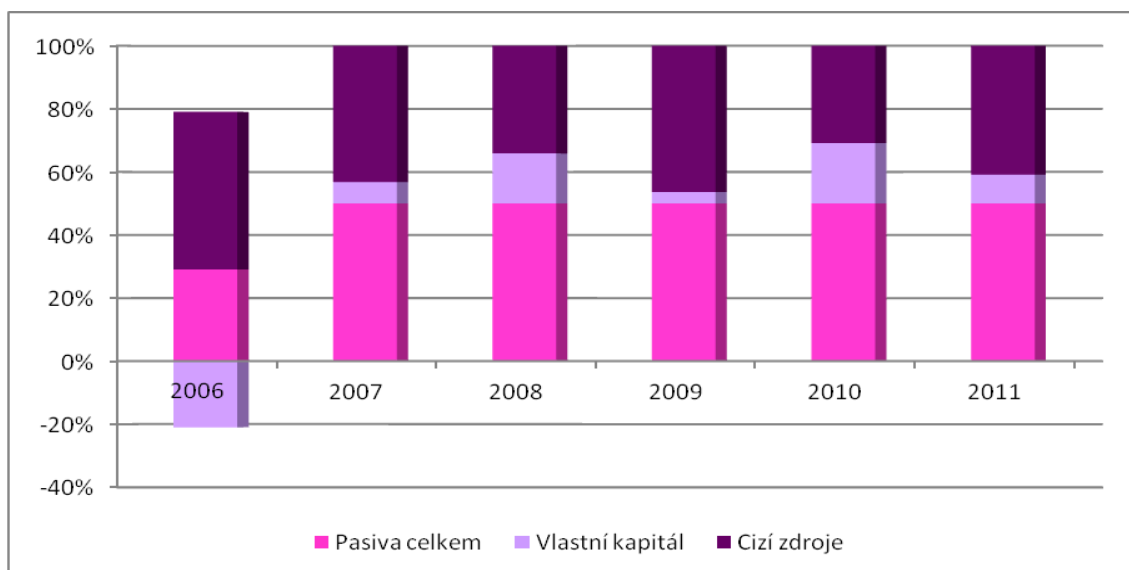
Ozn.	PASIVA	Číslo řádku	Rok					
			2006	2007	2008	2009	2010	2011
	PASIVA CELKEM (ř. 14 + 20 + 25)	13	1348	3347	8710	3998	8054	18267
A.	Vlastní kapitál (ř. 15 až 19)	14	-972	452	2763	289	3087	3325
A. I.	Základní kapitál	15	100	100	400	400	400	400
A. II.	Kapitálové fondy	16	0	0	0	0	0	0
A. III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond	17	0	0	5	5	5	10
A. IV.	Výsledek hospodaření minulých let	18	-922	-1072	47	2357	-116	2677
A. V.	VH běžného účetního období (+/-)	19	-150	1424	2311	-2473	2798	238
B.	Cizí zdroje (ř. 21 až 24)	20	2320	2895	5947	3709	4967	14942
B. I.	Rezervy	21	0	0	0	0	0	0
B. II.	Dlouhodobé závazky	22	0	0	0	0	0	0
B. III.	Krátkodobé závazky	23	1340	2167	5451	3252	4601	10361
B. IV.	Dlouhodobé bankovní úvěry a výpomoci	24	955	619	395	307	171	4021
C. I.	Časové rozlišení	25	25	109	101	150	195	560

Zdroj: Vlastní zpracování dat z [www.justice.cz](http://www.justice.cz)

Z tabulky je patrné, že firma nemá žádné kapitálové fondy, rezervy ani dlouhodobé závazky. Rezervní fond je tvořen od roku 2008, kdy byla přidělena procentní částka ze zisku z roku 2007, kdy byl generovaný první zisk.

Na pasivech se nejvíce podílejí cizí zdroje, které představují především krátkodobé závazky vůči zaměstnancům a dodavatelům. Z důvodu záporného vlastního kapitálu v roce 2006 se cizí zdroje podílely na celkových pasivech ze 170 %. Na první pohled se podnik jeví jako hodně zadlužený. Skutečnost však není nijak zvláště alarmující, jelikož stavy jsou počítány k poslednímu dni účetního období, kdy faktury jsou stále v období splatnosti a výplaty vůči zaměstnancům nejsou ještě vyplaceny, jelikož výplatní termín je k 20. dni v měsíci.

**Graf 1: Struktura kapitálu (v %)**



Zdroj: Vlastní zpracování

Firma začala svoji činnost v dubnu roku 2005. Do doby, než se etablovala na trhu a našla zákazníky, společnost pracovala se ztrátou. Proto musela do vzniku a získání trhu investovat své prostředky. Jak je z grafu patrné, že firma dosáhla zisku již v roce 2007. Nejdůležitější je ovšem fakt, že v počátku podnikání byl jediným zdrojem financování jednorázový vklad společníků ve výši 1 mil. Kč.

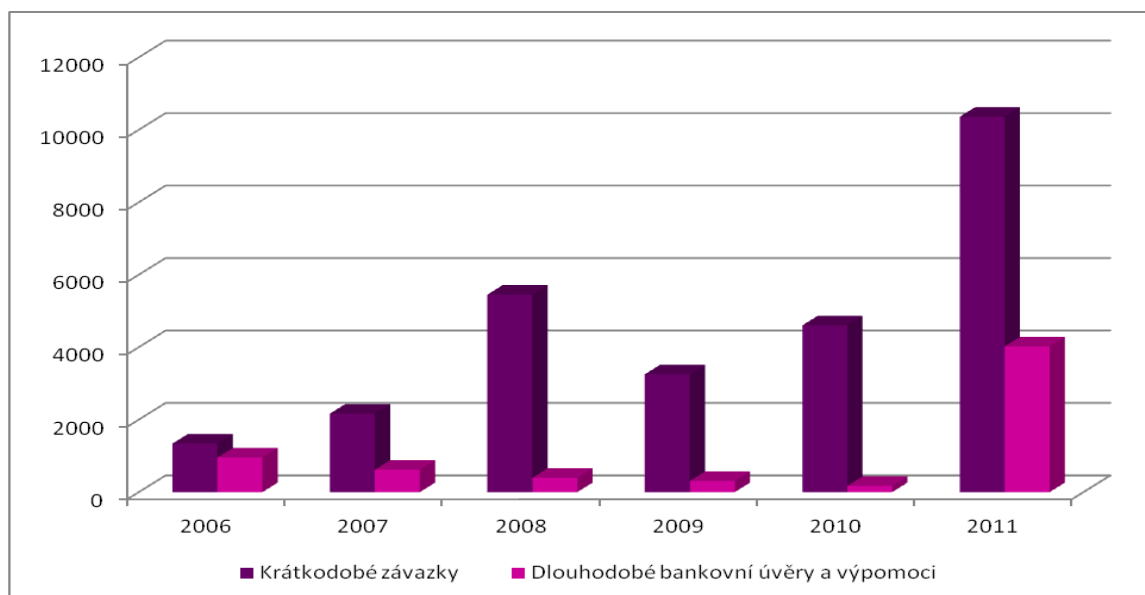
**Graf 2: Struktura vlastních zdrojů (v tisících Kč)**



Zdroj: Vlastní zpracování

Výsledek hospodaření účetního období nám na obrázku jasně ukazuje, že ze sledovaného období byl úspěšný rok 2008 a 2010. Výše základního kapitálu a fondů se téměř neměnila, tudíž výsledek hospodaření je ovlivněn především vlastním kapitálem. Zisk přes dva miliony korun v roce 2008 byl důsledkem především kladného výsledku hospodaření z roku 2007. Přestože i v roce 2008 společnost generovala poměrně velký zisk, obrovská ztráta z roku 2009 byla přesto větší. Hlavním důvodem bylo přerušení spolupráce s významným zákazníkem a tudíž nutnost investice do rozjezdu nových projektů a nových technologií. Společnost, i přes nepříznivý rok 2009, však v roce 2010 generovala dosud největší zisk za celou dobu podnikání.

**Graf 3: Struktura cizích zdrojů (v tisících Kč)**



Zdroj: Vlastní zpracování

V grafu zobrazujícím strukturu cizích zdrojů je vidět, jak se rapidně zvedly krátkodobé závazky v roce 2008 (o 110%) oproti roku 2007. Komentovat však krátkodobé závazky k určitému datu, kdy stav je okamžikový a tudíž závazky vůči zaměstnancům a dodavatelům nejsou zaplacené, je nesměrodatný. Více jak dvojnásobný růst krátkodobých závazků v roce 2008 a 2011 je výsledkem růstu společnosti, kdy se v roce 2007 počet operátorských míst zvedl z 50 na 100 a v roce 2010 na současných 150 míst. Postupným splácením bankovní úvěry klesají až do roku 2011, kdy si společnost vzala nový úvěr na pořízení nového serveru.

## 5.2. Vertikální analýza

Vertikální analýza sleduje, z jakých zdrojů firma financuje svá aktiva. Výsledkem je podíl jednotlivých pasiv na pasivech celkových.

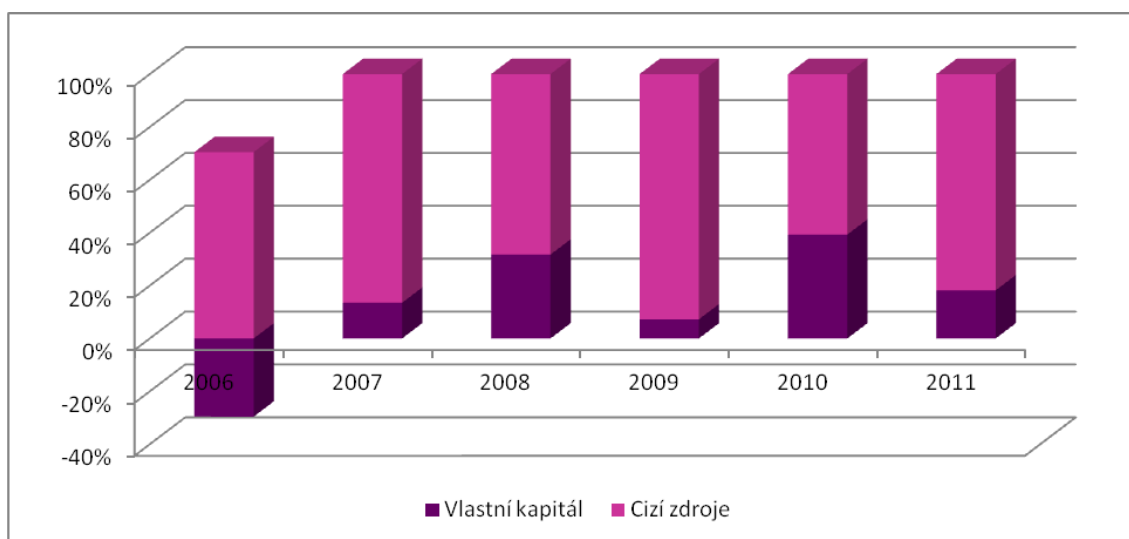
**Tabulka 4: Vertikální analýza pasiv (v %)**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>PASIVA CELKEM</b>	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Vlastní kapitál	-72,11	13,50	31,72	7,23	38,33	18,20
Základní kapitál	0,07	0,03	0,05	0,10	0,05	0,02
Krát. Fondy	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Rez. fond, ned. fond a ostatní fondy ze zisku	0,00	0,00	0,06	0,13	0,06	0,05
VH z minulých let	-68,40	-32,03	0,54	58,95	-1,44	14,65
VH z běžného úč. Období	-11,13	42,55	26,53	-61,86	34,74	1,30
<b>Cizí zdroje</b>	<b>172,11</b>	<b>86,50</b>	<b>68,28</b>	<b>92,77</b>	<b>59,25</b>	<b>81,80</b>
Rezervy	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dlouh. závazky	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Krát. závazky	99,41	64,74	62,58	81,34	57,13	56,72
Bankovní úvěry a výpomoci	70,85	18,49	4,54	7,68	2,12	22,01
Časové rozlišení	0,02	0,03	0,01	0,04	0,02	0,03

Zdroj: Vlastní zpracování

Z tabulky i grafu je patrné, že většina pasiv je tvořena cizími zdroji. Velký nárůst zdrojů v roce 2006 má za příčinu velkou ztrátu z roku 2005. Tato ztráta způsobila záporný vlastní kapitál (-72%) a tudíž velkou potřebu cizích zdrojů (170%). V dalších letech se podíl cizích zdrojů pohybuje v rozmezí 60 – 80% z celkových pasiv. Nejpříjemnější poměr vlastního a cizího kapitálu je v roce 2008, kdy je poměr 1:2. V ostatních letech je poměr příliš vysoký, což ukazuje na silné zadlužení podniku. Skutečnost však není tak děsivá hlavně ze dvou důvodů. Jedním z nich je fakt, že se v ostatních letech vyrovnával záporný výsledek hospodaření z běžného či minulého období. Druhým z důvodů je skutečnost, že stav krátkodobých závazků, je zaznamenán vždy na konci účetního období. Z důvodu, že 60% těchto závazků tvoří mzdy, které jsou vypláceny vždy k 20. dni následujícího měsíce, tento ukazatel bude vždy nepříznivě ukazovat na velké zadlužení.

**Graf 4: Vertikální analýza pasiv (v %)**



Zdroj: Vlastní zpracování

### 5.3. Horizontální analýza

Změnu absolutních ukazatelů zkoumá horizontální analýza. V tabulce je použit index a rozdíl. Změna položky v procentech je pro zjištění relativní změny, změnu položky v čase ukazuje změna absolutní. Znakem „x“ jsou označeny buňky, kde v důsledku matematických vazeb není možné relativní vyjádření.

**Tabulka 5: Horizontální analýza pasiv**

PASIVA	2007		2008		2009		2010		2011	
	abs. (tis. Kč)	rel. (%)	abs. (tis. Kč)	rel. (%)	abs. (tis. Kč)	rel. (%)	abs. (tis. Kč)	rel. (%)	abs. (tis. Kč)	rel. (%)
PASIVA CELKEM	1999	148	5363	160	-4712	-54	4056	101	10213	127
Vlastní kapitál	1424	x	2311	511	-2474	-90	2798	968	238	8
Výsledek hospodaření minulých let	-150	x	1119	x	2310	4915	-2473	-105	2793	x
Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	1574	x	887	62	-4784	-207	5271	x	-2560	-91
Cizí zdroje	491	21	3060	110	-2287	-39	1213	34	9610	201
Krátkodobé závazky	827	62	3284	152	-2199	-40	1349	41	5760	125
Bankovní úvěry a výpomoci	-336	-35	-224	-36	-88	-22	-136	-44	3850	2251
Časové rozlišení	84	336	-8	-7	49	49	45	30	365	187

Zdroj: Vlastní zpracování



Je zde například vidět, jaké generují výsledky hospodaření. Zisk se po roce střídá se ztrátou. Další věcí, které z této horizontální analýzy můžeme zjistit, je postupné splácení dlouhodobých úvěrů až do roku 2011, kdy si společnost vzala nový úvěr v hodnotě téměř 4 miliony.

## 6. Druhy financování vybraného podniku

Pro rozhodnutí o způsobu financování musí firma vzít v úvahu rizikovost, dostupnost, rychlost vyřízení a výši nákladů.

### 6.1. Podíl krátkodobých a dlouhodobých zdrojů

Na začátku podnikání byla firma financována pouze vkladem společníků, kteří si vzali spotřebitelský úvěr v celkové hodnotě 1 milion korun. V současné době podnik k financování využívá kontokorentní úvěr, zisk, závazky vůči zaměstnancům či dodavatelům a leasing (finanční pro technologie a server, pro osobní automobily leasing operativní).

Možným alternativním zdrojem firmy je např. faktoring. Tento způsob však není využit z důvodu vysokých nákladů – ročně přibližně 1 milion korun. Další důvod, proč společnost tuto možnost nevyužívá je ten, že faktoři proplácejí i faktury, s jejichž proplacením nemá společnost problémy.

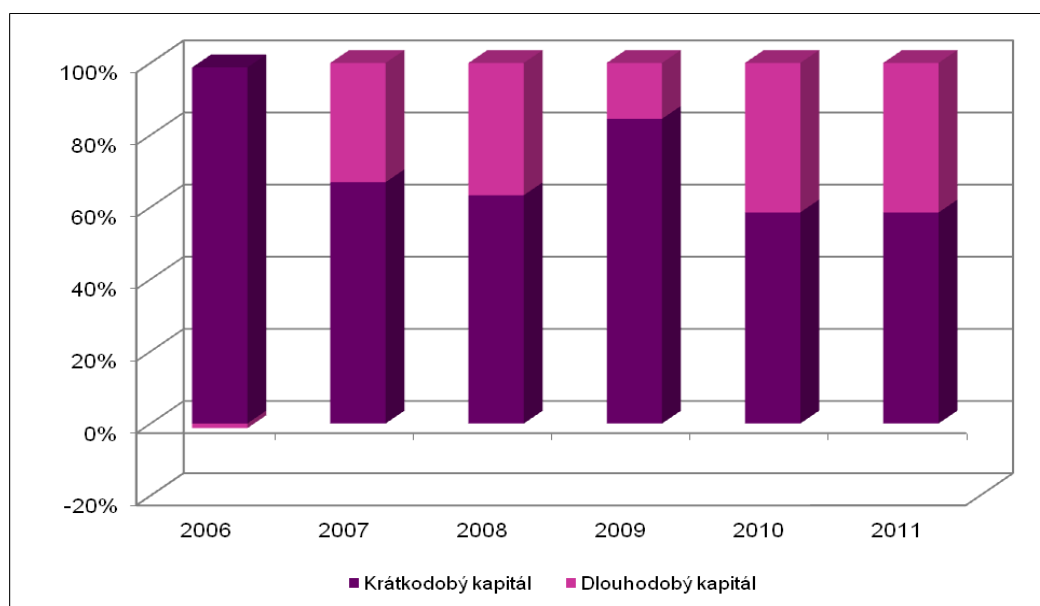
**Tabulka 6: Krátkodobé a dlouhodobé zdroje (v tisících Kč)**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Krátkodobý kapitál	1340	2167	5451	3252	4601	10361
Dlouhodobý kapitál	-17	1071	3158	596	3258	7346

Zdroj: Vlastní zpracování

Společnost využívá především krátkodobý kapitál, tedy závazky vůči dodavatelům a zaměstnancům. Dlouhodobý kapitál představuje vlastní kapitál a dlouhodobé cizí zdroje. Záporná hodnota v roce 2006 je z důvodu záporného výsledku hospodaření, který převýšil i dlouhodobé cizí zdroje.

**Graf 5: Krátkodobé a dlouhodobé zdroje (v %)**



Zdroj: Vlastní zpracování

Pro vytvoření dlouhodobé finanční stability a rovnováhy jsou pomůcky a doporučení v podobě bilančních pravidel. Tyto pravidla jsou jednoduchá a jejich dodržením může podnik dosáhnout lepší finanční situace.

## 6.2. Bilanční pravidla

### Zlaté bilanční pravidlo

Zlaté pravidlo říká, že v ideálním případě mají být dlouhodobá aktiva kryta dlouhodobými pasivy, tedy základním kapitálem, nerozděleným ziskem z minulých let nebo dlouhodobými cizími zdroji. To samé platí též pro aktiva a pasiva krátkodobá.

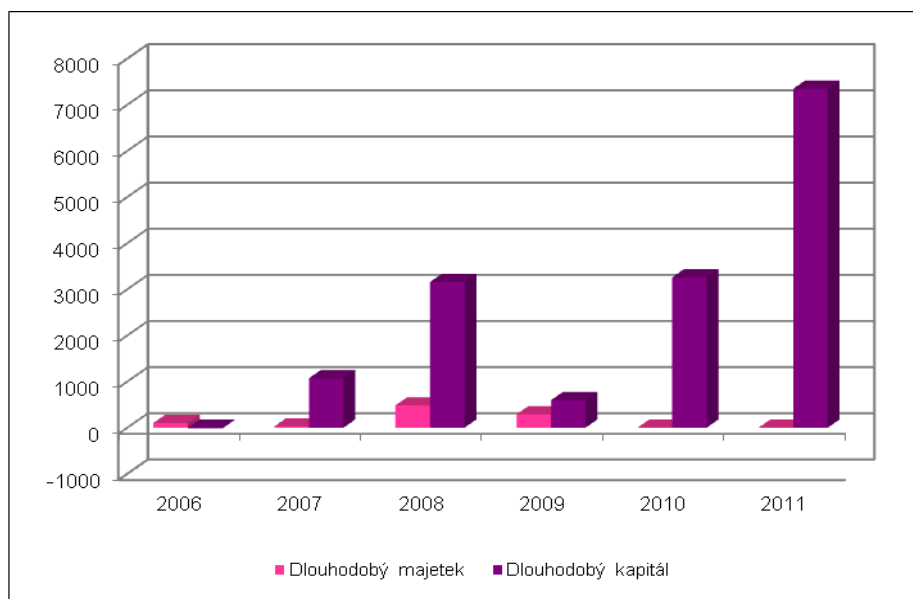
**Tabulka 7: Zlaté bilanční pravidlo dlouhodobých aktiv a pasiv (v tisících Kč)**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Dlouhodobý majetek	100	28	483	290	0	0
Dlouhodobý kapitál	-17	1071	3158	596	3258	7346
Nadbytek zdrojů	-117	1043	2675	306	3258	7346

Zdroj: Vlastní zpracování

Kromě roku 2006 je dlouhodobý majetek financován dlouhodobým kapitálem. Podnik má však v porovnání s majetkem velký nadbytek kapitálu. V roce 2010 byl dlouhodobý majetek již zcela odepsán. Největší absolutní rozdíl je v roce 2011, kdy dlouhodobý kapitál převyšoval majetek o 7 346 tisíc Kč a tedy podnik mohl kapitál lépe zhodnotit.

**Graf 6: Zlaté bilanční pravidlo dlouhodobých aktiv a pasiv (v tisících Kč)**



Zdroj: Vlastní zpracování

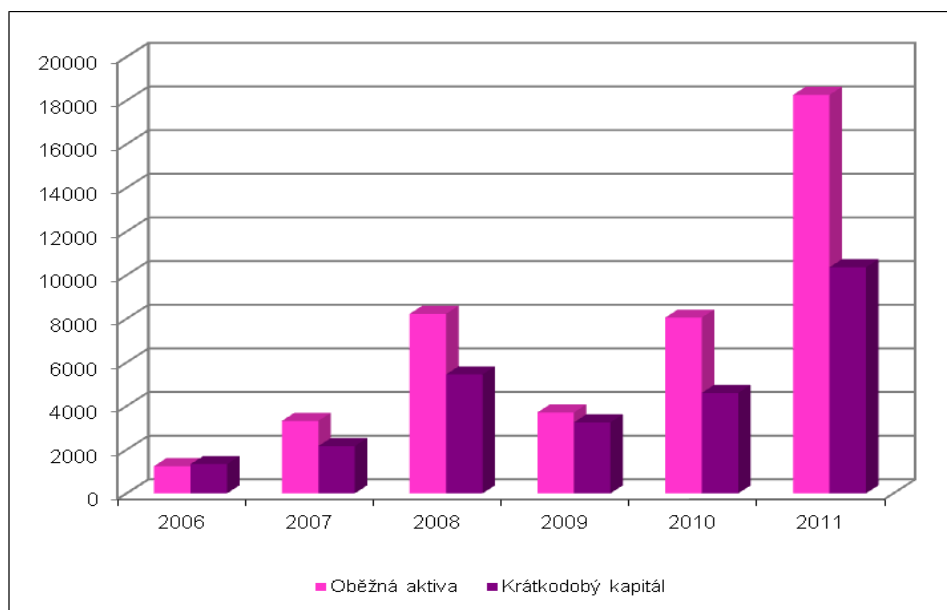
**Tabulka 8: Zlaté bilanční pravidlo oběžných aktiv a krátkodobých pasiv (v tisících Kč)**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Oběžná aktiva	1248	3319	8227	3708	8054	18260
Krátkodobý kapitál	1340	2167	5451	3252	4601	10361
Nadbytek kapitálu	92	-1152	-2776	-456	-3453	-7899

Zdroj: vlastní zpracování

Kromě roku 2006, kdy vznikl nekrytý dluh, tabulka ukazuje překapitalizování podniku. Oběžná aktiva je nutné financovat z dlouhodobých zdrojů. Takovéto financování je zbytečně drahé, jelikož přebytečné množství kapitálu mohl podnik investovat a tím i zhodnotit. Kromě roku 2009 se nadbytek stále zvyšuje a v roce 2011 se dostal na téměř 8 milionů korun.

**Graf 7: Zlaté bilanční pravidlo oběžných aktiv a krátkodobých pasiv (v tisících Kč)**



Zdroj: Vlastní zpracování

## Pravidlo vyrovnání rizika

Podle pravidla vyrovnání rizika by měly být vlastní zdroje vyšší nebo rovny zdrojům cizím.

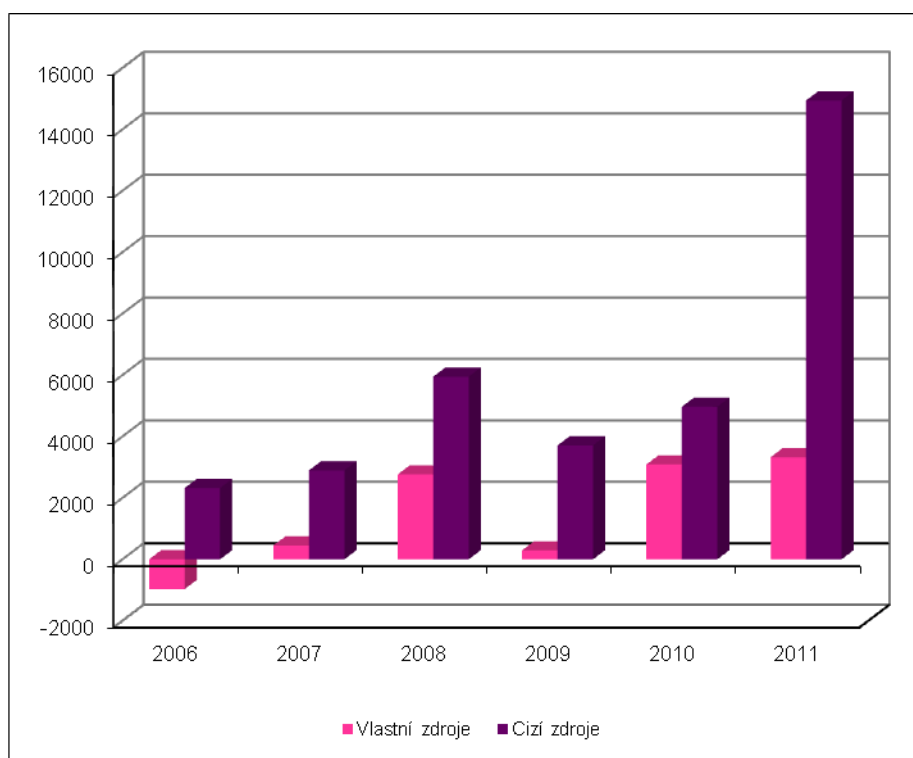
**Tabulka 9: Pravidlo vyrovnání rizika (v tisících Kč)**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Vlastní zdroje	-972	452	2763	289	3087	3325
Cizí zdroje	2320	2895	5947	3709	4967	14942
Nedostatek vlastních zdrojů	3292	2443	3184	3420	1880	11617

Zdroj: Vlastní zpracování

Toto pravidlo však společnost nespĺňuje ani v jednom roce. Cizí zdroje převyšují zdroje vlastní přibližně o 3 miliony, v roce 2011 dokonce o 11 milionů. Přesto riziko není tak velké, jak se na první pohled jeví. Cizí zdroje tvoří převážně krátkodobé závazky, tedy závazky vůči dodavatelům. Tyto závazky jsou zaznamenány k datu účetní závěrky a placeny hned v na začátku dalšího roku.

**Graf 8: Pravidlo vyrovnání rizika (v tisících Kč)**



Zdroj: Vlastní zpracování

## Pari pravidlo

Pari pravidlo říká, že by měl dlouhodobý majetek převyšovat vlastní kapitál, aby bylo možné ho financovat i z dlouhodobého cizího kapitálu. V případech, kdy tomu tak není, je podnik překapitalizován a dochází ke ztrátě efektivity financování.

**Tabulka 10: Pari pravidlo (v tisících Kč)**

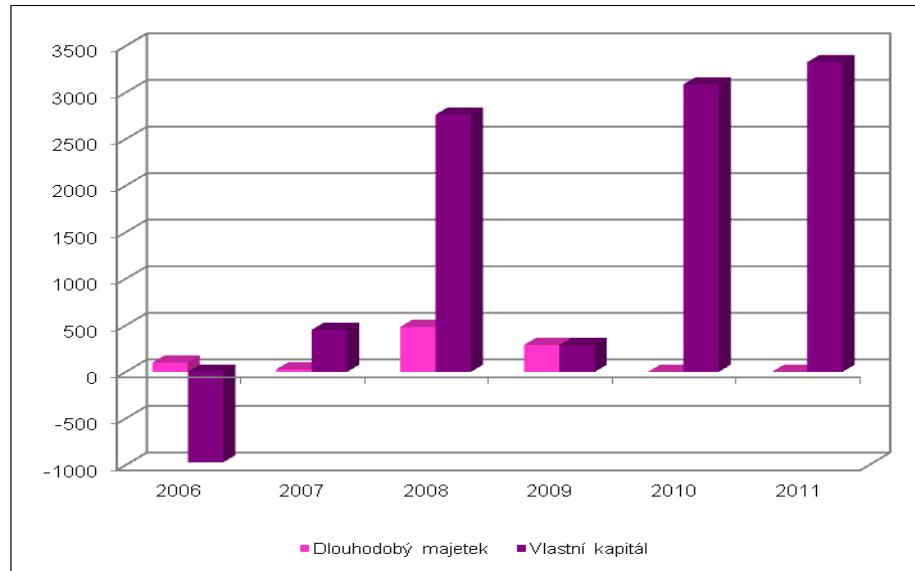
	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Dlouhodobý majetek	100	28	483	290	0	0
Vlastní kapitál	-972	452	2763	289	3087	3325
Převis majetku	1072	-424	-2280	1	-3087	-3325

Zdroj: Vlastní zpracování

Firma, díky minimálnímu množství dlouhodobého majetku a v letech 2010 a 2011 dokonce nulovému, ve sledovaných letech toto pravidlo neplní s výjimkou roku 2006, kdy byl vlastní kapitál záporný. Pokud bych měla pouze porovnávat hodnoty bez souvislostí, označila bych společnost jako silně překapitalizovanou a tedy neefektivně

financovanou. Jelikož však společnost svou činností podnikání nepotřebuje dlouhodobý kapitál, je toto pravidlo neobjektivní.

**Graf 9: Pari pravidlo (v tisících Kč)**



Zdroj: Vlastní zpracování

Pravidla ukazují na více kapitálu v podniku, než je potřeba pro jeho financování. Jediné pravidlo, které společnost splnila, je zlaté bilanční pravidlo. Nesplnění pravidla vyrovnání rizika ukazuje na rizikovost a nesplnění pari pravidla říká o překapitalizování a neefektivním financování.

Použití těchto obecných pravidel pro společnost poskytující služby s minimem majetku je však zavádějící a tudíž konečné závěry nejsou příliš směrodatné.

## 7. Optimalizace kapitálové struktury vybraného podniku popř. návrhy její optimalizace

### 7.1. Zhodnocení vývoje podnikové výkonnost

V kapitálové struktuře byly již ukazatele zhodnoceny absolutně. V této části jsou shrnuty poměrové ukazatele rentability, likvidity, aktivity a zadluženosti.

#### Ukazatele zadluženosti

Kolik procent celkových aktiv je financováno externími zdroji vyjadřuje míra zadluženosti.

Tabulka 11: Ukazatele zadluženosti

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
míra zadluženosti	1,703	0,832	0,671	0,890	0,59	0,79
úrokové krytí	0	36,818	57,827	-49,469	48,79	7,35
krátkodobá zadluženost	99,41	64,74	62,58	81,34	57,13	56,72

Zdroj: Vlastní zpracování

Míra zadlužení firmy se pohybuje v rozmezí 60-80% s výjimkou roku 2006, kdy dosáhlo 170%ní zadluženosti. Je to dáno především tím, že pasiva společnosti tvoří převážnou částí cizí zdroje. Velkou většinu těchto zdrojů tvoří krátkodobé závazky a tedy jediný úročený kapitál, který společnost využívá, je dlouhodobý bankovní úvěr.

Úrokové krytí ukazuje, kolikrát pokrývá zisk před odpočtem úroků a daní firemní úrokové náklady. Pokud je hodnota nižší než 3, je potřeba dát pozor na rizikovost. Jak již bylo výše řečeno, společnost využívá bankovní úvěr pouze v malé míře, tudíž i výše nákladových úroků je nízká. Z tohoto důvodu jsou hodnoty úrokového krytí několikanásobně vyšší, než je doporučená hodnota. Záporná hodnota v roce 2009 byla z důvodu záporného výsledku hospodaření.

Tabulka 12: Porovnání výnosnosti s nákladovými úroky

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
EBIT / Aktiva	-11,13%	48,40%	34,52%	-60,63%	37,56%	2,21%
Nákladové úroky / úročené zdroje	-	7,11%	13,16%	15,96%	36,26%	1,37%

Zdroj: vlastní zpracování



Porovnání výnosnosti s úrokovou mírou podle vzorce z kapitoly 3.1, kdy úroková míra má být nižší, je toto splněno ve všech sledovaných letech. Je tedy výhodné používat k financování cizí kapitál. V roce 2006 nákladové úroky nebyly hrazeny.

### Ukazatele rentability

Ukazatelé rentability, tedy rentabilita aktiv, vlastního kapitálu a tržeb, hodnotí hospodaření podniku.

**Tabulka 13: Ukazatele rentability (v %)**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
rentabilita aktiv ROA	-11,13	48,40	26,53	-60,63	35,51	1,60
rentabilita vlastního kapitálu ROE	X	315,04	83,64	-855,71	90,64	7,16
rentabilita tržeb ROS	-2,40	9,11	7,47	-8,31	7,02	0,45

Zdroj: Vlastní zpracování

Základní vztah mezi rentabilitou vlastního kapitálu, který říká, že by společnost měla mít  $ROE > ROA$  sledovaná firma splnila až na rok 2009 ve všech sledovaných letech. Tento vztah ukazuje na efektivní využití cizího kapitálu a uplatnění tzv. efektu finanční páky.

Průměrná hodnota pro odvětví Velkoobchod je podle MPO<sup>1</sup> v roce 2009 pro ROA 8% a pro ROE 12%. Hodnota ROA sledované společnosti je odvětvovému průměru nejbližší rok 2011, ostatní hodnoty jsou však maximálně rozdílné. Hodnota ROE v roce 2006 nelze interpretovat z důvodu matematických vazeb, kdy byl vlastní kapitál i výsledek hospodaření záporný. Ostatní hodnoty ROE jsou však od průměru příliš vzdálené, jelikož vlastní kapitál byl snížen z důvodu převodu výsledku hospodaření z minulých let a tím pádem rentabilita kapitálu je zkreslená a v extrémních hodnotách. Skupina, ve které je firma zařazena, je příliš obecná v porovnání s předmětem činnosti firmy. Proto srovnání rentabilit s odvětvovým průměrem nemá téměř žádnou vypovídající schopnost.

<sup>1</sup> Odkaz na zdroj: [download.mpo.cz/get/41946/46903/561822/priloha001.pdf](http://download.mpo.cz/get/41946/46903/561822/priloha001.pdf)

## Ukazatele likvidity

Jak je společnost schopna splácet své dluhy vyjadřují ukazatelé likvidity. Firma je zařazena do kategorie Velkoobchod, kromě motorových vozidel, která má průměrné hodnoty<sup>2</sup> běžné likvidity 1,86, pohotové likvidity 1,77 a okamžité likvidity 0,36.

**Tabulka 14: Ukazatele likvidity**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Běžná likvidita	0,931	1,532	1,509	1,140	1,750	1,762
Pohotová likvidita	0,931	1,532	1,509	1,140	1,750	1,762
Podíl pracovního kapitálu	-0,068	0,344	0,319	0,114	0,429	0,432

Zdroj: Vlastní zpracování

Běžná likvidita firmy je nižší, než je průměrná hodnota. V letech 2010 a 2011 jsou však hodnoty oproti průměru jen mírně nižší, což způsobil nárůst krátkodobých závazků. Stejně hodnoty u běžné a pohotové likvidity jsou z důvodu, že firma poskytující služby nepracuje se zásobami.

## Ukazatele aktivity

Poslední skupinou ukazatelů jsou ukazatelé aktivity, které měří délku setrvání určité položky ve společnosti.

**Tabulka 15: Ukazatele aktivity**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
obrat celkových aktiv	4,64	4,67	3,55	7,45	4,95	2,91
doba obratu pohledávek (dny)	67,13	35,96	98,37	45,65	68,45	126,96
doba obratu závazků (dny)	77,15	49,89	63,41	39,32	41,54	70,15
doba odkladu závazků (dny)	28,79	18,42	17,45	18,14	13,54	10,16

Zdroj: Vlastní zpracování

Doba inkasa pohledávek ukazuje průměrnou dobu, za kterou firmě zaplatí její obchodní okolí. Velký nárůst pohledávek v roce 2011 způsobil hodnotu téměř 127 dní. Požadovaný stav je však přibližně 40 dní, kdy společnost tento stav splňuje v roce 2007.

Doba obratu pohledávek by neměla v praxi převyšovat dobu odkladu dluhů, neboť by firmě hrozil problém s hotovostí. Toto doporučení však společnost splňuje pouze v letech 2006 a 2007. V ostatních letech tento požadavek výrazně porušuje, což je dané hlavně velkou výší pohledávek. Společnost zaplatila v roce 2011 svým dodavatelům o

<sup>2</sup> Odkaz na zdroj: [download.mpo.cz/get/41946/46903/561822/priloha001.pdf](http://download.mpo.cz/get/41946/46903/561822/priloha001.pdf)

téměř 57 dní dříve, než odběratelé zaplatili své závazky. Tato skutečnost může mít velmi negativní vliv na likviditu.

## **7.2. Optimalizace kapitálové struktury**

V teoretické části práce je popsáno několik různých druhů modelů, podle nichž je možné hodnotit optimálnost kapitálové struktury ve společnosti. Ne všechny metody lze použít na sledovanou firmu, proto u každé metody uvedu důvod k jejímu praktickému využití či nevyžití.

### **7.2.1 Optimální zadluženost**

#### **Model MM**

Tato teorie je vypracována pro dokonale konkurenční trhy. Její vypovídací schopnost je tudíž pro praktické využití velmi zkreslená. Doporučované předlužení společnosti může v praxi vést k insolvenčnímu či úplnému likvidaci podniku. Tento model nebyl použit z důvodu kolidování s cílem mé práce.

#### **Teorie hierarchického pořádku**

Tento způsob volby kapitálové struktury preferují především manažeři, jenž dávají přednost interním zdrojům financování před externím. Podle této teorie by financování mělo probíhat v následujícím pořadí: interní zdroje (především nerozdělený zisk minulých let), dlouhodobé úvěry, emise dlouhodobých obligací a nakonec emise akcií.

Sledovaná společnost aplikuje právě první dva způsoby financování. Využití těchto zdrojů je pro firmu dostačující, tudíž není k využívání emise obligací či akcií, jež znamenají dodatečné náklady s emisí a částečné omezení dosavadních vlastnických práv současných akcionářů.

## Kompromisní teorie

Kompromisní teorie je založena na kompromisu úrokového daňového štítu a nákladů finanční tísně zvyšujících průměrné náklady kapitálu. Tento model tedy částečně vychází z tradičního modelu, jenž úrokový daňový štít také využívá. Jelikož je však v praxi obtížné stanovit úroveň nákladů finanční tísně z důvodu nutnosti znát další specifické informace jako například náklady finanční tísně. Tato skutečnost, spolu s podobností klasického modelu byla důvodem, proč se v praktické části tímto modelem nezabývám.

## Teorie R. A. Barleyho a S. C. Mayerse

Hodnocení této teorie vychází ze čtyř jednotlivých dimenzí, tedy z daní, rizika, typu aktiv a finanční volnosti. Není však uveden žádný vzorec, pouze doporučení brát tyto dimenze v úvahu.

## Klasická teorie

V klasické teorii se za optimální kapitálovou strukturu považuje takové složení dlouhodobého kapitálu, při kterém jsou průměrné náklady kapitálu minimální. Neboli takové složení kapitálu, při kterém je maximální tržní hodnota firmy.

Pro stanovení průměrných nákladů na kapitál, použijeme vzorec pro WACC.

$$WACC = r_e \frac{E}{C} + r_d(1-T) \frac{D}{C}$$

Do vzorce pro stanovení průměrných nákladů kapitálu je potřeba dopočítat náklady na vlastní kapitál ( $r_e$ ). Obecně lze tento údaj získat podle finančního či alternativního pojetí. Dle finančního pojetí se náklady na vlastní kapitál u akciové společnosti se spočítají jako dividenda na akcii dělená cenou akcie, ve společnosti s ručeným omezením se  $r_e$  spočítá jako podíly na zisku dělené základním kapitálem. Jelikož sledovaný podnik je s.r.o., ale zisk si společníci nerozdělují, toto pojetí nelze využít. Proto bylo použito alternativní pojetí, tedy model CAMP a stavebnicová metoda. Pomocí těchto modelů byly spočítány náklady na vlastní kapitál v jednotlivých letech, které byly následně dosazené do vzorce průměrných nákladů na kapitál.

## Výpočet nákladů na vlastní kapitál podle metody CAMP

$$re = rf + \beta * (rm - r f)$$

Tabulka 16: Model CAMP

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
$re = rf + \beta * (rm - r f)$	5,79%	11,38%	8,48%	10,78%	8,26%	11,18%
$rf$ - bezriziková výnosová míra <sup>3</sup>	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
$\beta$ - tržní riziko <sup>4</sup>	0,11	0,90	0,49	0,81	0,46	0,87
$(rm - r f)$ - tržní riziková prémie <sup>5</sup>	7,10%	7,10%	7,10%	7,10%	7,10%	7,10%

Zdroj: vlastní zpracování

## Výpočet nákladů na vlastní kapitál pomocí stavebnicového modelu INFA

Systém INFA slouží pro ověření finančního zdraví podniku a zároveň nabízí srovnání s nejlepšími firmami v odvětví. S jeho pomocí lze spočítat jednotlivé ukazatele, tudíž byl využit výpočet nákladů na vlastní kapitál.

## Výpočet WACC

Tabulka 17: Vážené průměrné kapitálové náklady WACC

	2007	2008	2009	2010	2011
$WACC = re * E/(E+D) + rd * (1 - T) * D/(E+D)$ podle modelu CAMP	11,29%	8,88%	11,31%	8,46%	11,61%
$WACC = re * E/(E+D) + rd * (1 - T) * D/(E+D)$ podle modelu INFA	16,52%	14,81%	24,06%	12,71%	16,77%
re . . . . náklady na vlastní kapitál podle modelu CAMP	11,38%	8,48%	10,78%	8,26%	11,18%
re . . . . náklady na vlastní kapitál podle systému INFA <sup>6</sup>	23,77%	15,26%	37,06%	12,75%	22,59%
rd . . . . běžná výpůjční sazba podniku <sup>7</sup>	14,77%	14,77%	14,77%	14,77%	14,77%
D . . . . úročené cizí zdroje,	619	395	307	171	4021
C . . . . celkový kapitál (pasiva) v tis. Kč,	1071	3158	596	3258	7346
E . . . . vlastní kapitál v tis. Kč	452	2763	289	3087	3325
T . . . . sazba daně z příjmu <sup>8</sup>	24%	21%	20%	19%	19%

Zdroj: vlastní zpracování

<sup>3</sup> bezrizikovou výnosovou míru lze odhadnout pomocí výnosnosti státních dluhopisů. Aktuálně lze nalézt na [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz). Pro rok 2009 lze počítat s hodnotou 5%. Zdroj: Scholleová, H. Investiční controlling. 2009. Str. 153. S hodnotou 5% počítáno ve všech sledovaných letech.

<sup>4</sup> koeficient beta počítán podle vzorce:  $\beta_{levered} = \beta_{unlevered} * (1 + (1-T) * D/E)$ , tedy beta koeficient pro konkrétní podnik přepočítat beta koeficientem při nulovém zadlužení včetně zahrnutí zadlužení. Pro telekomunikační služby dostupné z [www.damodaran.com](http://www.damodaran.com) je  $\beta_{unlevered} = 0,44$

<sup>5</sup> zdroj: Scholleová, H. Investiční controlling. 2009. Str. 150.

<sup>6</sup> Výpočet výnosové míry pomocí stavebnicového systému Ministerstva průmyslu a obchodu (<http://www.mpo.cz/cz/infa-cznace.html>) bylo vypočteno na základě zadaných údajů z Výkazu zisku a ztráty a z Rozvahy.

<sup>7</sup> Reálný odhad průměrem úrokových sazeb dlouhodobých bankovních úvěrů podniku r.2006 – r.2011 (nákladové úroky / výše dluhu)

<sup>8</sup> Sazby daně z příjmu právnických osob

Rok	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Sazba daně	0,24	0,24	0,21	0,2	0,19	0,19

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

Náklady na vlastní kapitál podle jednotlivých metod výpočtu vychází odlišně z důvodu, že systém INFA vychází z podnikových atributů, kdežto systém CAMP vychází z postavení celé České republiky.

**Graf 10: Vážené průměrné kapitálové náklady WACC**



Zdroj: vlastní zpracování

Tendence u obou modelů jsou shodné a ve sledovaných letech je neoptimálnější rok 2010, kdy společnost má nejnižší náklady na kapitál. V roce 2010 byla míra zadluženosti ze všech sledovaných let nejnižší, pouze 59%. Naopak nejvyšší jsou v roce 2009, což negativně ovlivnil záporný výsledek hospodaření. Rok 2006 nebyl počítán, jelikož z důvodu matematických vazeb by došlo ke zkreslení.

Společnost, kromě roku 2009, generuje zisk a do roku 2010 má nízkou úroveň dlouhodobých dluhů. V roce 2011 si firma vzala další úvěr na pořízení nového serveru.

### 7.2.2 Optimální struktura dluhů

Dlouhodobý kapitál by měl krýt dlouhodobý majetek a krátkodobý majetek krátkodobým kapitálem. Toto základní pravidlo tvrdí Zlaté bilanční pravidlo. Posoudit schopnost firmy splácet své závazky však nepomáhají pouze bilanční pravidla, která jsou zpracovaná v předchozí kapitole, ale také čistý pracovní kapitál.

## Čistý pracovní kapitál

Relativně volný kapitál, který podnik využívá k zajištění hladkého průběhu hospodářské činnosti, se nazývá čistý pracovní kapitál. Velikost tohoto ukazatele je významným indikátorem o platební schopnosti podniku.

**Tabulka 18: Čistý pracovní kapitál (v tisících Kč)**

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Čistý pracovní kapitál	-92	1152	2776	456	3453	7899

Zdroj: Vlastní zpracování

Čím je tedy čistý pracovní kapitál vyšší, tím je podnik s dostatečnou likvidností schopnější hradit své finanční závazky. V roce 2006 nabývá ukazatel minusových hodnot, a tedy se jedná o tzv. nekrytý dluh. V ostatních letech jsou však hodnoty kladné, v roce 2011 dokonce o téměř 8 milionů, což znamená dobrou platební schopnost. Kromě roku 2009 má čistý pracovní kapitál růstovou tendenci, což znamená vyšší likviditu podniku. Ukazatele likvidity se však i přesto pohybují pod optimální hranicí.

## Závěr

Má diplomová práce je zaměřena na zhodnocení kapitálové struktury podniku včetně finanční analýzy konkrétní společnosti z Jihočeského kraje.

Finanční analýza byla nejprve hodnocena z hlediska kapitálové struktury včetně horizontální a vertikální analýzy. Struktura kapitálu pak byla dále rozebrána jak na celkovém kapitálu, tak na vlastních a cizích zdrojích. V prvních dvou sledovaných letech není výsledek hospodaření pozitivní a to z důvodu, že společnost teprve začala svou podnikatelskou činnost. Již ve třetím roce činnosti se však hospodářský výsledek dostal do kladných hodnot, což je pro nově fungující podnik úspěch. V roce 2010 již firma dosahovala zisku téměř 3 miliony korun.

Vertikální analýza ukázala, že je společnost financována převážně cizími zdroji, jejichž největší částí jsou krátkodobé závazky k dodavatelům a zaměstnancům. Tyto zdroje jsou samozřejmě nejlevnější, jelikož se z nich neplatí nákladové úroky jako u jiných zdrojů financování. Analýza horizontální, která byla použita na pasiva, poukazuje na nárůst meziročních přírůstků s výjimkou roku 2009, kdy byla ekonomická krize, a tudíž hodnoty byly, jako u většiny ostatních společností, velmi negativně touto událostí ovlivněny.

V jedné z částí bylo popsáno, z jakých druhů byla společnost financována, a následně financování zhodnoceno pomocí bilančních pravidel. Podle zlatého bilančního pravidla má společnost příliš dlouhodobého kapitálu, který se mohl mnohem lépe zhodnotit. Místo toho však společnost dlouhodobým kapitálem financovala i oběžná aktiva, což je dražší způsob financování. Z důvodu velkého množství cizích zdrojů není pravidlo vyrovnání rizika splněno v žádném ze sledovaných let. Většina cizích zdrojů však představuje závazky vůči dodavatelům či zaměstnancům, tudíž riziko není příliš vysoké. Na překapitalizování podniku však ukazuje i pari pravidlo, především proto, že podnik nedisponuje téměř žádným dlouhodobým majetkem.

Analýza byla provedena a zhodnocena rovněž pomocí poměrových ukazatelů. Na efektivní využití cizího kapitálu ukazuje základní vztah, tedy že  $ROE > ROA$ . Hodnoty



byly porovnány i s odvětvovým průměrem. Jelikož společnost patří do skupiny Velkoobchod kromě motorových vozidel, což je velmi obecná skupina, byly hodnoty příliš odlišné. Přestože má společnost vysokou míru zadlužení, platí nákladové úroky pouze v minimálním poměru - většina závazků je vůči dodavatelům či zaměstnancům a tudíž neúročena. Z ukazatelů likvidity lze posoudit pouze běžná likvidita, jelikož společnost poskytuje služby a tím pádem nemá žádné zásoby. Oproti průměrným hodnotám má společnost hodnoty mírně nižší, přesto má dostatečné krytí závazků.

V poslední části byla zhodnocena kapitálová struktura a optimální zadluženost. Ze všech metod popisovaných v teoretické části byla využita klasická teorie, podle které jsem počítala náklady na kapitál. Přestože náklady na vlastní kapitál byly počítány dvěma různými metodami, v obou případech vyšel neoptimálnější rok 2010, kdy společnost měla nejnižší míru zadlužení, tedy 59%. Optimální struktura dluhů, která byla posouzena pomocí čistého pracovního kapitálu, ukazuje na dobrou likviditu prostředků.

Pro komplexní a objektivní vyhodnocení situace je nutné posoudit nejen dané hodnoty z tabulek, ale přihlídnout k motivu vlastníků společnosti. Analýzy vyhodnotily podnik jako subjekt se zbytečně velkým množstvím finančních prostředků. Tento stav je však pro vedení společnosti žádoucí, neboť si přes vlastní kapitál vytvářejí rezervy pro hospodářské výkyvy, růst firmy nebo pro investiční příležitosti.

## Summary

Finanční zdroje jsou potřeba pro většinu rozhodování v podniku. Je potřeba je nejprve získat a poté rozhodnout jak a v jaké struktuře je umístit. Finanční management musí též rozhodnout, z jakých zdrojů bude financovat, aby si zajistil či uchoval likviditu, solventnost, finanční rovnováhu a zdraví. Pro lepší konkurenceschopnost je potřeba, aby byl podnik nejvíce hospodárný a výkonný.

Svou diplomovou práci jsem zaměřila na finanční analýzu a optimalizaci kapitálové struktury, jejichž výpočty jsem aplikovala na konkrétní podnik z Jihočeského kraje. Finanční analýzu jsem nejprve rozebrala z hlediska kapitálové struktury včetně horizontální a vertikální analýzy. Dále jsem zhodnotila druhy financování vybraného podniku a v závěru mé práce jsem zhodnotila kapitálovou strukturu.

Analýza ukázala, že podnik má větší množství finančních prostředků a hodně cizího kapitálu. Tento stav je však záměr majitelů, neboť tímto způsobem financují hospodářské výkyvy, růst firmy nebo provádějí investiční příležitosti.

My dissertation/thesis is focused on financial analysis and optimization of capital structure, whose calculations I used for a specific company from the South Bohemian Region.

At first, I analyzed financial analysis in terms of capital structure, including horizontal and vertical analysis. I also evaluated the types of financing the chosen company and at the end of my work I have assessed the capital structure.

The analysis showed that the business has excessive amounts of funds and a lot of foreign capital. The owners, however, deliberately have more capital than they need at the moment, for example, for financing of economic fluctuations, growth of the company or investment opportunities.

**Tabulka 19: Struktura majetku a kapitálu**

Označení a	AKTIVA b	Číslo řádku c	Běžné účetní období			Minulé úč. období
			Brutto 1	Korekce 2	Netto 3	Netto 4
	AKTIVA CELKEM (ř. 02 + 03 + 07 + 12)	001	0	0	0	0
A.	Pohledávky za upsaný základní kapitál	002				
B.	Dlouhodobý majetek (ř. 04 až 06)	003	0	0	0	0
	Dlouhodobý nehmotný majetek	004				
B. II.	Dlouhodobý hmotný majetek	005				
B. III.	Dlouhodobý finanční majetek	006				
C.	Oběžná aktiva (ř. 08 až 11)	007	0	0	0	0
C. I.	Zásoby	008				
C. II.	Dlouhodobé pohledávky	009				
C. III.	Krátkodobé pohledávky	010				
C. IV.	Krátkodobý finanční majetek	011				
D. I.	Časové rozlišení	012				
Označení a	PASIVA b	Číslo řádku c	Běžné účetní období 5		Minulé účetní období 6	
	PASIVA CELKEM (ř. 14 + 20 + 25)	013	0		0	
A.	Vlastní kapitál (ř. 15 až 19)	014	0		0	
A. I.	Základní kapitál	015				
A. II.	Kapitálové fondy	016				
A. III.	Rezervní fondy, nedělitelný fond a ostatní fondy ze zisku	017				
A. IV.	Výsledek hospodaření minulých let	018				
A. V.	Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)	019				
B.	Cizí zdroje (ř. 21 až 24)	020	0		0	
B. I.	Rezervy	021				
B. II.	Dlouhodobé závazky	022				
B. III.	Krátkodobé závazky	023				
B. IV.	Bankovní úvěry a výpomoci	024				
C. I.	Časové rozlišení	025				

 Zdroj: [www.finance.cz](http://www.finance.cz)

## Přehled použité literatury

- BAUER, P. : *Determinants of Capital Structure*. Finance a úvěr, 2004, roč. 54, č. 1-2, s. 2-21.
- BREALEY, R. A.; MYERS, S. C.,: *Teorie a praxe firemních financí*. Praha: Victoria Publishing, 1992. ISBN 80-85605-24-4.
- GRÜNVALD, R.; HOLEČKOVÁ, J.,: *Finanční analýza a plánování podniku*. Praha: Ekopress, 2009. ISBN 978-80-86929-26-2.
- HAMPLOVÁ, E.,: *Vybrané problémy finanční analýzy firmy*. Brno: Vydavatelství MU, 1999. ISBN 80-210-2161-6.
- HOLEČKOVÁ, J.,: *Finanční analýza firmy*. Praha: ASPI, 2008. ISBN 978-80-7357-392-8.
- JINDŘICHOVSKÁ, I.; BLAHA, Z. S.,: *Podnikové finance*. Praha: Management Press, 2001. ISBN 80-7261-025-2.
- KISLINGEROVÁ, E. - kol.: *Manažerské finance*. Praha: C.H.Beck, 2007. ISBN 978-80-7179-903-0
- KISLINGEROVÁ, E.,: *Oceňování podniku*. Praha: C.H. Beck, 2001. ISBN 80-7179-529-1.
- KOVANICOVÁ, D.; KOVANIC, P.: *Poklady skryté v účetnictví: Finanční analýza účetních výkazů*. Praha: Polygon, 1997. ISBN 80-85967-56-1.
- KRAUSEOVÁ, J.,: *Finanční řízení firmy*. Praha: VŠE, 2004. ISBN 80-245-0800-1.
- NEUMAIEROVÁ, I. - NEUMAIER, I.: *Úvaha o optimální zadluženosti*. Finance a úvěr, 1996, roč. 46, č. 1, s. 51-61.
- NOVOTNÁ, Eva. *Financování podniku*. České Budějovice, 2011. Dostupné z: IS/STAG Jihočeské univerzity. Bakalářská práce. Jihočeská univerzita v Českých Budějovicích. Vedoucí práce Ing. Martina Novotná, Ph.D.
- PETRŽELKA, Pavel. *Optimalizace kapitálové struktury vybraného podniku*. Brno, 2012. Dostupné z is.muni.cz/th/90837/esf\_b/BP\_90837\_OKS.doc. Bakalářská práce. Masarykova univerzita. Vedoucí práce doc. Ing. Petr Suchánek, Ph.D.
- SYNEK, M.,: *Nauka o podniku*. Praha: VŠE, 1994. ISBN 80-7079-892-0.
- SYNEK, M.,: *Ekonomika a řízení podniku*. Praha: VŠE, 1997, ISBN 80-7079-273-6.
- SYNEK M.,: *Manažerská ekonomika*. Praha: Grada Publishing, a. s., 2007. ISBN 978-80-247-1992-4.

VALACH, J.: *Investiční rozhodování a dlouhodobé financování*. Praha: Ekopress, 2010. ISBN 978-80-86929-71-2.

VEBER, J.; SRPOVÁ, J.: *Podnikání malé a střední firmy*. Praha: Grada Publishing, 2005. ISBN 80-247-1069-2.

VOSOBA, P.: *Řízení firemních financí*. Praha: Ekopress, 1988. ISBN 80-86119-05-X.

WEILL, L.: *What Determines Leverage in Transition Countries?* Finance a Úvěr, 2004, roč. 54, č. 5-6, s. 234-242.

WÖHE, G.: *Úvod do podnikového hospodářství*. Praha: C.H.Beck, 1995. ISBN 80-7179-014-1.

WÖHE, G.; KISLINGEROVÁ, E.: *Úvod do podnikového hospodářství*. Praha: C.H.Beck, 2007. ISBN 978-80-7179-897-2.

ZINECKER, M.: *Finanční řízení podniku*. Brno: Akademické nakladatelství Cerm, 2006. ISBN 80-214-3150-4.

ZINECKER, M.: *Základy financí podniku*. Brno: Akademické nakladatelství Cerm, 2008. ISBN 978-80-214-3704-3.

Benchmarkingový diagnostický systém finančních indikátorů INFA [online], Ministerstvo průmyslu a obchodu [citováno 26.3.2011], , Dostupné z WWW: <http://www,mpo,cz/cz/ministr-a-ministerstvo/ebita/>.

# Seznam tabulek a grafů

## Seznam tabulek

Tabulka 1: Výchozí ukazatele potřebné pro zhodnocení .....	28
Tabulka 2: Poměrové ukazatele.....	28
Tabulka 3: Kapitálová struktura podniku (v tisících Kč) .....	31
Tabulka 4: Vertikální analýza pasiv (v %).....	34
Tabulka 5: Horizontální analýza pasiv .....	35
Tabulka 6: Krátkodobé a dlouhodobé zdroje (v tisících Kč) .....	37
Tabulka 7: Zlaté bilanční pravidlo dlouhodobých aktiv a pasiv (v tisících Kč) .....	38
Tabulka 8: Zlaté bilanční pravidlo oběžných aktiv a krátkodobých pasiv (v tisících Kč).....	39
Tabulka 9: Pravidlo vyrovnání rizika (v tisících Kč).....	40
Tabulka 10: Pari pravidlo (v tisících Kč) .....	41
Tabulka 11: Ukazatele zadluženosti .....	43
Tabulka 12: Porovnání výnosnosti s nákladovými úroky .....	43
Tabulka 13: Ukazatele rentability (v %).....	44
Tabulka 14: Ukazatele likvidity .....	45
Tabulka 15: Ukazatele aktivity.....	45
Tabulka 16: Model CAMP .....	48
Tabulka 17: Vážené průměrné kapitálové náklady WACC .....	48
Tabulka 18: Čistý pracovní kapitál (v tisících Kč) .....	50
Tabulka 19: Struktura majetku a kapitálu .....	54

## Seznam grafů

Graf 1: Struktura kapitálu (v %) .....	32
Graf 2: Struktura vlastních zdrojů (v tisících Kč) .....	32
Graf 3: Struktura cizích zdrojů (v tisících Kč) .....	33
Graf 4: Vertikální analýza pasiv (v %).....	35

Graf 5: Krátkodobé a dlouhodobé zdroje (v %)	38
Graf 6: Zlaté bilanční pravidlo dlouhodobých aktiv a pasiv (v tisících Kč)	39
Graf 7: Zlaté bilanční pravidlo oběžných aktiv a krátkodobých pasiv (v tisících Kč)	40
Graf 8: Pravidlo vyrovnání rizika (v tisících Kč)	41
Graf 9: Pari pravidlo (v tisících Kč)	42
Graf 10: Vážené průměrné kapitálové náklady WACC	49