

JIHOČESKÁ UNIVERZITA
ZEMĚDĚLSKÁ FAKULTA V ČESKÝCH BUDĚJOVICÍCH

Studijní obor: Účetnictví a finanční řízení podniku

Katedra: Ekonomiky a financí



BAKALÁŘSKÁ PRÁCE

STANOVENÍ NÁKLADŮ NA KAPITÁL A JEJICH VYUŽITÍ

Knihovna JU - ZF



3114702176

K 9624

Vedoucí práce:

Ing. Martina Novotná, Ph.D.

Autor:

Nikoleta Bečvářová

Jihočeská univerzita v Českých Budějovicích
Zemědělská fakulta
Katedra ekonomiky
Akademický rok: 2004/2005

ZADÁNÍ BAKALÁŘSKÉ PRÁCE

(PROJEKTU, UMĚLECKÉHO DÍLA, UMĚLECKÉHO VÝKONU)

Jméno a příjmení: **Nikoleta BEČVÁŘOVÁ**
Studijní program: **B6208 Ekonomika a management**
Studijní obor: **Účetnictví a finanční řízení podniku - pro české firmy**

Název tématu: **Stanovení nákladů na kapitál a jejich využití**

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

Cíl:

Posoudit cenu jednotlivých složek kapitálu v podniku, zhodnotit různá pojetí nákladů na kapitál včetně jejich využitelnosti pro manažerská rozhodování. Výpočet nákladů na kapitál a dalších ukazatelů aplikovat v konkrétním podniku v časové řadě 3-5 let.

Osnova:

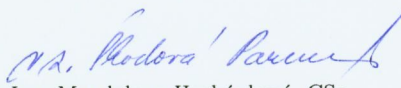
1. Kapitálová struktura podniku s aspektem na cenu jednotlivých složek kapitálu
2. Pojetí nákladů na kapitál a faktory je ovlivňující
3. Průměrné náklady kapitálu a jejich užití
4. Vazba ukazatelů zadluženosti a nákladů na kapitál
5. Charakteristika vybraného podniku z hlediska kapitálové struktury
6. Zhodnocení vývoje kapitálové struktury, nákladů na kapitál u vybraného podniku v období minimálně 3 let.

Rozsah práce: 30
Rozsah příloh:
Forma zpracování bakalářské práce: tištěná
Seznam odborné literatury:

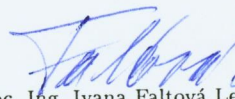
Synek, M. a kol.: Podniková ekonomika. Praha, C. H. Beck 1999.
Neumaierová, I., Neumaier, I.: Výkonnost a tržní hodnota firmy. I
Grada Publishing 2002.
Kislingerová, E.: Oceňování podniku. Praha, C. H. Beck 1999.
Čížek, T.: Řízení finančních procesů podniku. Praha, ČZU 2003.
Periodika: Ekonom.

Vedoucí bakalářské práce: Ing. Martina Novotná
Katedra ekonomiky

Datum zadání bakalářské práce: 1. března 2005
Termín odevzdání bakalářské práce: 15. dubna 2006


prof. Ing. Magdalena Hrabánková, CSc.
děkanka

JIHOČESKÁ UNIVERZITA
V ČESKÝCH BUDĚJOVICÍCH
ZEMĚLSKÁ FAKULTA
studijní oddělení
Studentská 13
370 05 České Budějovice


doc. Ing. Ivana Faltová
vedoucí kate

V Českých Budějovicích dne 1. března 2005

OBSAH

Úvod	3
1. Kapitálová struktura podniku s ohledem na cenu jednotlivých složek kapitálu	4
1.1. Model Millera a Modiglianiho	4
1.2. Struktura kapitálu v podniku	6
1.3. Velikost podnikového kapitálu závisí na mnoha okolnostech	10
1.4. Náklady na kapitálovou strukturu	11
1.4.1. Hypotéza nezávislosti	11
1.4.2. Hypotéza závislosti	12
1.4.3. Sříznutí návyk: příjem je zdaněn a firmy mohou zbankrotovat	13
2. Náklady na kapitál a faktory je ovlivňující	15
2.1. Náklady na cizí kapitál	18
2.2. Náklady vlastního kapitálu	18
2.2.1. Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM)	19
2.2.2. Slavníkové sazby	20
2.2.3. Dividendový model	22
3. Průměrné náklady kapitálu a jejich využití	23
3.1. Výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu	24
3.2. Průměrné náklady	25
3.3. Stanovení optimální výše průměrných nákladů podniku	25
4. Vztah ukazatele zadluženosti a nákladů na kapitál	27
4.1. Ukazatele zadluženosti	29
4.2. Ukazatele rentability	31
Metoda práce	33
5. Charakteristika vybraného podniku z hlediska kapitálové struktury	33
5.1. čistě podniková	35
5.2. Obecná charakteristika podniku	36
5.3. Charakteristika kapitálové struktury ČZ a.s.	38
Děkuji paní Ing. Martině Novotné, Ph.D. za odborné vedení a cenné metodické rady, které mi poskytla při tvorbě bakalářské práce. Zároveň bych chtěla poděkovat podniku ČZ a.s. za poskytnutí podkladových údajů pro praktickou část této práce.	
6.1.1. Alternativní náklady vlastního kapitálu	45

OBSAH

Úvod	3
1. Kapitálová struktura podniku s aspektem na cenu jednotlivých složek kapitálu	4
1.1. Model Millera a Modiglianiho	4
1.2. Struktura kapitálu v podniku	6
1.3. Velikost podnikového kapitálu závisí na mnoha okolnostech	10
1.4. Názory na kapitálovou strukturu	11
1.4.1. Hypotéza nezávislosti	11
1.4.2. Hypotéza závislosti	12
1.4.3. Střední názor: příjem je zdaněn a firmy mohou zbankrotovat	13
2. Náklady na kapitál a faktory je ovlivňující	15
2.1. Náklady cizího kapitálu	18
2.2. Náklady vlastního kapitálu	18
2.2.1. Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM)	19
2.2.2. Stavebnicové metody	20
2.2.3. Dividendový model	22
3. Průměrné náklady kapitálu a jejich využití	23
3.1. Výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu	24
3.2. Průměrné náklady	25
3.3. Stanovení optimální výše průměrných nákladů podniku	25
4. Vazba ukazatelů zadluženosti a nákladů na kapitál	27
4.1. Ukazatele zadluženosti	29
4.2. Ukazatele rentability	31
Metodika práce	33
5. Charakteristika vybraného podniku z hlediska kapitálové struktury	35
5.1. Historie podniku	35
5.2. Obecná charakteristika podniku	36
5.3. Charakteristika kapitálové struktury ČZ a.s.	38
5.4. Analýza vývoje podnikového kapitálu	41
6. Zhodnocení vývoje kapitálové struktury, nákladů na kapitál u ČZ a. s.	45
6.1. Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC)	45
6.1.1. Alternativní náklady vlastního kapitálu	45

ÚVOD	
6.1.2. Finanční náklady vlastního kapitálu	46
6.2. Analýza zadluženosti	47
6.3. Rentabilita vlastního kapitálu	48
6.4. Shrnutí	49
Závěr	51
Seznam použité literatury	53
Seznam tabulek	54
Seznam grafů	55

ÚVOD

V české ekonomice a podnikové sféře došlo v posledních letech k celé řadě změn v oblasti podnikatelské, právní, daňové, technologické aj. Domácí podniky, které v minulém desetiletí přežily a transformovaly se na fungující společnosti, dokážou v současnosti čelit konkurenci, prosazovat se na trhu, zvyšovat produktivitu a zkvalitňovat své lidské zdroje. Na druhé straně existuje celá řada firem, které se propadají do hospodářské ztráty. Příčinou jsou slabiny v řízení podniků jejich vlastníky, které plynou často z nedostatku informací o vlastním hospodaření, osobní neznalosti trhu a dále z nahromadění špatných úvěrů. Za takových podmínek podniky ztrácí svou výkonnost a konkurenceschopnost, která dále přechází v platební neschopnost a končí úpadkem. Téměř jedinou nadějí na přežití viděly domácí firmy s existenčními potížemi v hledání silného zahraničního investora. Tuto možnost v poslední době využívá stále více prosperujících českých podniků. Základní nevýhodou tuzemských firem zůstává omezený přístup k finančním zdrojům, zatímco velké zahraniční podniky nemají problém získat úvěry. Domácí podnikatelské subjekty se neustále orientují pouze na tuzemský trh, zatímco nadnárodní koncern vyváží ztrátu na jednom trhu zisky v jiných teritoriích. Financování prostřednictvím vstupu zahraničního investora představuje pro domácí společnosti podstoupení určitého rizika, neboť finančnímu partnerovi jde především o zhodnocení vlastních peněz, nikoli o dlouhodobou prosperitu firmy. Díky vstupu zahraničních investorů, státní podpoře malého a středního podnikání a propracovanější legislativě se produktivita české ekonomiky obrací k lepšímu. Tento vývoj je odrazem několikaleté přípravy a následným vstupem České republiky do Evropské v roce 2004. Tato významná událost otevírá možnosti podnikové sféře.

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

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

Dále se můžeme setkat s charakteristikou kapitálové struktury jako mixu dlouhodobých fondů používaných ve firmě. Kdy optimální kapitálová struktura je takový mix dlouhodobých fondů, které minimalizují celkový náklad kapitálu. Cílem řízení kapitálové struktury je taková skladba stálých zdrojů financování, která bude minimalizovat náklady kapitálu, a maximalizovat tak cenu kmenových akcií společnosti. Kapitálová struktura se dostala do centra pozornosti ekonomů v 60. letech 20. století. Nejvýznamnější jsou teoretické modely profesorů **Millera a Modiglianiho**, které kapitálovou strukturu zevrubně analyzují. Předpoklady modelů byly nejprve velmi restriktivní, ale později je autoři odstranili a tím se stal model realističtější, ale i komplikovanější (JINDŘÍCHOVSKÁ, BLAHA 2001).

1.1. Model Millera a Modiglianiho

Jde o moderní statickou teorii, která vznikla v roce 1958 a jejímiž autory jsou Franco Modigliani a Merton Miller. Tento model vychází ze *tří základních tvrzení* a předpokladů, za nichž daná tvrzení platí.

Tvrzení I

Tržní hodnota podniku (resp. cena akcií) je nezávislá na jeho kapitálové struktuře a odvozuje se od míry očekávaného zisku na akcii v dané třídě podniků. Danou třídou se obecně míní skupina podniků s očekávanými shodnými průměrnými zisky na akcii (třídy mohou představovat jednotlivá odvětví, zisky je míněn EBIT, tj. zisk před úroky a zdaněním), model je teda konstruován pro akciové společnosti, z hlediska oceňování jde o zástupce výnosových metod založených na zisku. Jinak řečeno, tržní hodnota podniku závisí na reálných aktivech a jejich užití, nikoli na struktuře zdrojů krytí těchto aktiv. Tržní

hodnotou podniku se rozumí východisko pro stanovení ceny, za kterou může vlastník svůj podnik či podíl na něm prodat jinému zájemci.

Tvrzení II

Očekávaná míra zisku (EBIT) na akcii každého podniku dané třídy je lineární funkcí jeho zadluženosti, se zvyšující se zadlužeností roste.

Tvrzení III

Podnik akceptuje investici pouze tehdy, pokud její míra ziskovosti přesahuje očekávanou míru zisku (EBIT) na akcii v dané třídě podniků (KISLINGEROVÁ 2004).

Předpoklady fungování modelu

- Budoucí očekávané hodnoty zisků jsou pojaty jako průměrné hodnoty budoucích zisků. Ovšem v praxi může být hodnota zisku v každém budoucím období různá. Variabilitu očekávaných hodnot zisků v jednotlivých obdobích lze určit prostřednictvím **směrodatné odchyly**. Modigliani a Miller předpokládají, že prostřednictvím směrodatné odchyly lze měřit výši obchodního rizika podniku. Podniky se stejným stupněm obchodního rizika řadí do tzv. třídy homogenního rizika. Všechny sledované podniky v rámci jedné třídy jsou pak ve stejné rizikové skupině.
- Všichni současní i budoucí investoři očekávají shodné budoucí zisky podniku, vyznačují se tzv. homogenním očekáváním budoucích zisků a jejich rizikovostí.
- Podniky jsou financovány pouze akciemi a obligacemi (dluhopisy).
- Akcie a dluhopisy jsou obchodovány na perfektních kapitálových trzích. Nepočítá se s provizemi a předpokládá se, že investoři (instituce i jednotlivci) mohou půjčovat i ukládat finanční prostředky při stejné sazbě jako podniky.
- Dluh podniku není rizikový, úroková sazba se považuje též za bezrizikovou. Z tohoto hlediska se nesleduje, jak velký cizí kapitál podnik používá.
- Nepočítá se s náklady úpadku.
- Veškeré peněžní toky jsou perpetuity, tj. v budoucnu jsou očekávány konstantní zisky a peněžní toky související s dluhopisy jsou rovněž perpetuity. Reálná úroveň zisků se může lišit od plánované.

- Podnikový management se snaží maximalizovat bohatství akcionářů. Při optimalizaci kapitálové struktury je preferováno hledisko vlastníka (KISLINGEROVÁ 2004).

1.2. Struktura kapitálu v podniku

Vlastní kapitál

Vlastní kapitál je kapitál, který patří majiteli (majitelům) podniku a je hlavním nositelem podnikatelského rizika. Nejedná se o stálou veličinu, ale mění se podle výsledků hospodaření v příslušném období.

Vlastní kapitál podniku jednotlivce tvoří peněžité i nepeněžité vklady. Výše vlastního kapitálu se mění podle hospodaření v daném roce. Pokud podnik dosahuje zisku, může ho majitel použít na navýšení kapitálu. Ztráta naopak způsobuje snižování kapitálu společnosti.

Vlastní kapitál obchodní společnosti můžeme rozčlenit na několika položek:

- základní kapitál,
- kapitálové fondy,
- fondy ze zisku,
- nerozdělený výsledek hospodaření minulých let,
- výsledek hospodaření běžného účetního období.

Základní kapitál tvoří peněžité i nepeněžité vklady společníků. Ve společnosti s ručením omezeným a v akciové společnosti se vytváří povinně a jeho výše se zapisuje do obchodního rejstříku. V akciové společnosti vzniká základní kapitál vydáním akcií v nominální ceně. Představuje víceméně pevnou část vlastního kapitálu.

Vlastním kapitálem akciové společnosti jsou i kapitálové fondy, které představují externí kapitál. Jejich podstatnou část tvoří emisní ážio, tj. kladný rozdíl mezi skutečně dosaženou prodejní cenou akcií a jejich cenou nominální při upisování.

Dále se mohou kapitálové fondy tvořit z darů, dotací na pořízení stálého majetku, bezplatné převzetí majetku, rozdíly v přecenění majetku či kapitálových účastí.

Fondy ze zisku jsou tvořené interně ze zisku. Vytvářejí se přímo ze zákona (u spol. s. r. o. a a. s. zákonný rezervní fond, u družstva se jedná o nedělitelný fond), nebo je jejich vznik předepsán stanovami společnosti. Slouží podniku jako pojistka proti nepředvídaným rizikům v podnikání, tedy ke krytí ztrát a k překonání nepříznivého průběhu hospodaření společnosti.

Nerozdělený výsledek hospodaření je část zisku po odvodu daní, která se nerozděluje mezi majitele, ale slouží k dalšímu podnikání. Nerozdělený zisk se přiděluje různým rezervním fondům. Je tedy ovlivněn:

- ziskem z běžného období,
- dividendami vyplacenými akcionáři,
- daní ze zisku,
- tvorbou rezerv.

Vlastní kapitál na druhé straně snižuje ztráta běžného účetního období i neuhrazená ztráta z let minulých.

Cena vlastního kapitálu

Cena vlastního kapitálu je výše dividendy, kterou podnik zajišťuje svým akcionářům. Někdy se může jednat i o výši zisku připadající na 1 akcii (VALACH 1999).

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

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

Cenu prioritních akcií zjistíme následovně:

$$C_p = D/i$$

D.....roční dividendy

i.....tržní úroková míra

Cizí kapitál můžeme rozčlenit na několik položek:

- krátkodobé závazky
- dlouhodobé závazky
- rezervy
- bankovní úvěry a výpomoci

Cizí kapitál není poskytován zadarmo. Nákladem použití je úrok a další výdaje spojené s jeho získáním (např. provize, bankovní aj. poplatky). I přes tyto náklady je obvykle levnější než kapitál vlastní. Přitom platí, že krátkodobý kapitál je levnější než dlouhodobý, jelikož s prodlužováním časového horizontu roste riziko a současně s ním roste požadovaná výnosnost investovaného kapitálu. Nejdražší je kapitál získaný emisí akcií (není splatný nikdy, proto je pro společnost nejméně rizikový).

Cena cizího kapitálu

U cizího kapitálu se cenou za získání kapitálu rozumí úrok, který musí uživatel zaplatit. Dále cenu cizího kapitálu ovlivňuje systém zdanění podniku. Úroky z úvěru a obligací vyjadřují odčitatelnou položku pro zdanění zisku. Dochází teda ke snížení ceny cizího kapitálu pro podnik.

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

Posuzování vlastního a cizího kapitálu je významným problémem formování kapitálové struktury podniku. Jde především o závislost nákladů spojených se získáním příslušného druhu kapitálu.

Náklady spojené se získáním příslušného druhu kapitálu jsou závislé na době jeho splatnosti a riziku jeho použití z hlediska uživatele i věřitele (investora). Čím je doba

splatnosti příslušného druhu kapitálu delší, tím vyšší cenu za něj musí uživatel zaplatit (VALACH 1999)

Krátkodobý cizí kapitál zahrnuje závazky splatné do jednoho roku. Patří mezi ně krátkodobé bankovní úvěry, dodavatelské úvěry, půjčky, částky dosud nevyplacených mezd a platů, nezaplacené daně, výdaje příštích období, dlužné akcie aj.

Jako dlouhodobé cizí závazky vystupují ty, které jsou splatné za dobu delší než jeden rok. Tvoří je dlouhodobé úvěry, vydané emitované obligace, dlouhodobé zálohy od odběratelů, dlouhodobé směnky či jiné dlouhodobé závazky. Ve státech s rozvinutou tržní ekonomikou se používá mnohem více forem dluhového, ale i vlastního financování:

Formy dluhového financování:

- dlouhodobé financování (průmyslové obligace, konvertibilní dlužní úpisy, opční dlužní úpisy, ziskové dlužní úpisy, půjčky na zástavní listy, požitkové a participační listy),
- leasing (operační, finanční),
- krátkodobé financování (dodavatelský úvěr, kontokorentní úvěr, směnečný úvěr, lombardní úvěr, záruční úvěr, faktoring, rembousní úvěr, negociační úvěr, forfaiting),

inovované (půjčky s nulovým kupónem, proměnlivé úročené půjčky, půjčky s dvojitou měnou aj.), (WÖHE 1995).

Dalším zdrojem financování jsou **rezervy**. Financují nepředvídané výdaje v budoucnu (např. kurzové ztráty, opravy budov a zařízení, nedobytné pohledávky) a kryje se s nimi riziko podnikání. Vytvářejí se na vrub nákladů oproti rezervním fondům, které jsou tvořeny ze zisku. Vyjma těchto rezerv, které jsou vykazovány v rozvaze, mohou podniky vytvářet i tzv. tiché (skryté, latentní) rezervy. Vznikají vyšším oceněním dluhů a nižším oceněním aktiv, než je jejich skutečná cena, ale jen v rámci stanovených předpisů pro oceňování.

Bankovní úvěry zahrnují dlouhodobé úvěry (splatnost delší než 1 rok), běžné úvěry krátkodobé a úvěry na eskontované směnky. Mezi krátkodobé úvěry zahrnujeme emitované krátkodobé obligace, komerční cenné papíry aj.

Důvody pro použití cizího kapitálu:

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

Proti neúměrnému použití cizího kapitálu stojí následující skutečnosti

- cizí kapitál zvyšuje zadluženost podniku a tím snižuje jeho finanční stabilitu, při velkém rozsahu dluhů roste nebezpečí bankrotu a to zvláště v období poklesu výroby (recese),
- každý další dluh je dražší a je obtížnější jej získat, jelikož potenciální věřitelé se obávají o svůj kapitál v případě likvidace zadluženého podniku
- vysoký podíl cizího kapitálu omezuje jednání managementu.

1.3. Velikost podnikového kapitálu závisí na mnoha okolnostech

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

Určení velikosti kapitálu v podniku je velice důležité, neboť nedostatek i přebytek kapitálu je ekonomicky neefektivní. Pokud má podnik kapitálu přebytek, nedokáže ho využít hospodárně a tím dochází ke ztrátám. Při opačné situaci dochází k poruchám chodu

podniku, což může vést až ke konečnému krachu podniku. K tomu často dochází tehdy, pokud podnik rozšiřuje svou výrobu a prodej a nezajistí dostatečné krytí. Podnik se zadlužuje u svých dodavatelů, dlouhodobý majetek kryje krátkodobým cizím kapitálem a dostává se do platební neschopnosti. Má-li podnik kapitálu více než potřebuje, je jeho využití nevhodné, říkáme, že podnik je překapitalizován. Dochází k tomu tehdy, je-li dlouhodobým kapitálem kryt i oběžný majetek. Má-li podnik kapitálu méně, způsobuje to poruchy v chodu podniku, říkáme, že podnik je podkapitalizován. K tomu často dochází v období expanze podniku, kdy podnik rozšiřuje svou výrobu, čímž rostou aktiva, která nejsou kryta. Dochází k tomu, že krátkodobým kapitálem je kryt dlouhodobý majetek (SYNEK 2002).

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

1.4. Názory na kapitálovou strukturu

1.4.1. Hypotéza nezávislosti

Tato hypotéza tvrdí, že cena akcií a náklady kapitálu firmy jsou nezávislé na tom, jakou má firma finanční páku (tj. efekt zvyšování rentability vlastního kapitálu použitím cizího kapitálu v kapitálové struktuře).

Zde platí základní vztah a to, že procentní změna v nákladech na kmenové akcie je stejná jako procentní změna v dividendách. Např. náklady akciového kapitálu vzrostly o 27 %, stejně jako dividendy na akcii, tzn., že dle hypotézy nezávislosti vyústí vyšší stupeň finanční páky ve vyšší dividendy, ale náklady akciového kapitálu porostou stejnou měrou.

Dluhové financování má dvojí náklady a to **explicitní** (tj. náklady na dluh jako takový) a **implicitní** (tj. změna nákladů na kmenové akcie).

Pokud by vážené náklady kapitálu byly konstantní, finanční manažeři by se neměli alespoň dle teorie pokoušet o optimalizaci kapitálové struktury. Za výše uvedených předpokladů nepřinese tato aktivita žádný příznivý efekt pro tržní hodnotu firmy.

Hodnota nezadlužené firmy (V_U) je:

$$V_U = \text{EBIT} / K_{UC}$$

EBITprovozní zisk firmy před úroky a zdaněním

K_{UC} náklady kmenových akcií nezadlužené firmy

Hodnota zadlužené firmy (V_L) je:

$$V_L = (\text{EBIT} - I) / K_{LC} + B_0$$

Iúrok placený z obligací

K_{LC} náklady kmenových akcií zadlužené firmy

B_0 hodnota dluhu

1.4.2. Hypotéza závislosti

Tato hypotéza je opačná předchozí, jelikož tvrdí, že jak celkové náklady kapitálu (K_0), tak cena akcie (P_0) jsou ovlivněny použitím finanční páky. Náklady dluhu (K_d) ani náklady na kmenové akcie (K_c) nejsou ovlivněny velikostí finanční páky. Jelikož náklady na dluh jsou nižší než náklady na akcie, budou se vážené náklady kapitálu snižovat s tím, jak poroste finanční páka. Vyšší zadluženost bude mít příznivý dopad na cenu kmenových akcií společnosti.

Zde platí, že náklady na kmenové akcie zůstávají stejné a procentní změna dividend je stejná jako procentní změna ceny kmenové akcie.

Hypotéza závislosti tvrdí, že **explicitní a implicitní** náklady jsou stejné. Použití dluhu nemění náklady na kmenové akcie. Vážené náklady kapitálu firmy (K_0) budou klesat s tím,

jak se zvyšuje podíl dluhu v kapitálové struktuře. Zároveň dochází k tomu, že s rostoucí pákou poroste cena akcie.

1.4.3. Střední názor: příjem je zdaněn a firmy mohou zbankrotovat

V předchozích hypotézách bylo předpokládáno, že firma bude mít do nekonečna konstantní cash flow, a že příjem firmy není zdaněn. V souladu s realitou tyto předpoklady nyní odstraníme a budeme sledovat zdali se změnila implikace a výsledky modelu.

Zdanění

Když jsme nebrali v úvahu daně, skládala se hodnota firmy (V) vždy z hodnoty akcionářského podílu (S) a z hodnoty podílu investorů do obligací (B_0). V závislosti na tom, zda šlo o zadluženou či nezadluženou firmu, jsme zjistili, že hodnota nezadlužené firmy je:

$$V_U = \text{EBIT} / K_{UC}$$

A v případě zadlužené firmy je:

$$V_L = S_L + B_0 = (\text{EBIT} - I) / K_{LC} + B_0$$

Pokud bude zisk společnosti zdaněn, výplata všem investorům se bude měnit.

Bankrot

Pravděpodobnost bankrotu závisí na zadlužení firmy. Náklady spojené s bankrotem budou nejvyšší, když k bankrotu skutečně dojde a aktiva firmy budou zlikvidována za menší hodnotu, než je jejich vnímaná tržní cena. Dále se náklady spojené s bankrotem pojí s právníky, auditory a likvidátory.

Pokud je firma ve finanční tísní, věřitelé jí odmítají půjčovat a nebo zvyšují náklady na dluh, dodavatelé odmítnou dodat na dluh, firma bude muset opustit ziskové projekty a může zastavit výplatu dividend (JINDŘÍCHOVSKÁ, BLAHA 2001).

Talířovitá křivka nákladů kapitálu

Pokud zohledníme daně a možnosti bankrotu, dochází ke změně názoru na náklady financování, a to následovně. Průměrné náklady na akciový kapitál rostou po celou dobu. Do určité úrovně zadlužení si firma může půjčovat relativně za nízkou sazbu (K_d).

Přestože náklady na akciový kapitál s vyšším zadlužením rostou, nerostou tak rychle, aby převážily efekt nižších nákladů na dluh (JINDŘICHOVSKÁ, BLAHA 2001).

Kapitálová struktura podniků je velice diferencovaná. Diference jsou patrné v jednotlivých zemích, odvětvích i oborech podnikání. Značné rozdíly v kapitálové struktuře podniků v různých odvětvích jsou způsobeny hlavně odlišnou majetkovou strukturou, sezónními vlivy a jinými faktory.

V praxi rozvinuté tržní ekonomiky existuje celá řada možných zdrojů financování a jejich vzájemných kombinací. Volba hlavních cest získávání kapitálu a tím i vytvoření optimální kapitálové struktury je jednou z ústředních otázek finančního řízení podniku. Přesto se zdá, že v českých podnicích se této oblasti nevěnuje příliš velká pozornost. Důvodem může být především to, že velká část našich podniků má značné finanční problémy a optimalizace financování se pro ně omezuje na získání vůbec nějakých finančních zdrojů. Jak však vyplývá z praktických poznatků, ani podniky, které relativně prosperují, nevěnují optimalizaci financování svých rozvojových aktivit příliš velkou pozornost. Důvodem může být skutečnost, že jsou plně zaneprázdněny provozními, popřípadě investičními rozhodnutími a řešením každodenních problémů.

Při analýze a rozhodování o kapitálové struktuře podniku může být účelné nejen hledat optimální složení vlastního kapitálu a dluhu, ale také určit, od jaké výše zisku je vůbec vhodné začít používat dluhové financování (tj. vedle vlastního kapitálu používat i dluh). K tomu slouží analýza bodu indiference kapitálové struktury. Pomáhá určit, kdy je výhodnější dluhové financování a kdy financování vlastním kapitálem. Bod indiference kapitálové struktury představuje takovou výši zisku podniku před úroky a zdaněním, při níž zisk na jednu akcii (po úrocích a zdanění) je stejný jak při alternativě financování pomocí vlastního kapitálu, tak při alternativě financování pomocí kombinace dluhu a vlastního kapitálu (JINDŘICHOVSKÁ, BLAHA 2001).

. NÁKLADY NA KAPITÁL A FAKTORY JE OVLIVŇUJÍCÍ

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

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

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

Všeobecně platí, že čím větší riziko investor pocítuje, tím větší požaduje výnosnost a tím vyšší budou náklady na pořízení kapitálu.

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

Náklady kapitálu podniku je třeba rozlišovat na:

1. náklady jednotlivých druhů podnikového kapitálu
2. průměrné náklady celkového podnikového kapitálu

ad.1) náklady jednotlivých druhů podnikového kapitálu

Náklady jednotlivých druhů podnikové kapitálu jsou výdaj, který podnik musí zaplatit za získání příslušných druhů kapitálu (např. náklady prioritního kapitálu, náklady dluhu apod.)

Náklady jednotlivých druhů kapitálu závisí na třech hlavních faktorech:

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

Čím delší je předpokládaná doba splatnosti kapitálu, tím vyšší cenu za něj musí uživatel zaplatit. Čím větší riziko investor podstupuje, tím větší požaduje výnos ze svého vkladu a daný náklad je dražší.

Cenu kapitálu ovlivňuje i systém zdanění podniku. Úroky z úvěrů, z obligací jsou odečitatelnou položkou pro zdanění zisku a jsou pro podnik levnější. Pokud náklady kapitálu musí podnik hradit až ze zisku po zdanění, jsou pro podnik dražší. Tak je tomu u dividend, které podnik musí uhrazovat akcionářům až ze zisku po zdanění.

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

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

Ovšem pokud porovnáváme jednotlivé druhy kapitálu z hlediska jejich riskantnosti pro uživatele, potom je akciový kapitál nejméně riskantním a nejbezpečnějším zdrojem financování, protože nevyžaduje splacení, nevyžaduje stálé úrokové platby bez ohledu na dosažený zisk. Za toto ovšem uživatel platí nejvyšší cenu.

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

Základ tržní ceny obchodovatelných obligací zjistíme jako součet diskontovaných ročních úroků po dobu splatnosti obligace a očekávané tržní ceny v době splatnosti, kterou diskontujeme k datu stanovení ceny:

$$C_0 = \sum U/(1+i)^t + TC/(1+i)^n$$

C_0 základ tržní ceny

U diskontované roční úroky

n doba splatnosti obligace

TC očekávaná tržní cena v době splatnosti

i tržní úroková míra

t počet let

ad.2) průměrné náklady celkového podnikového kapitálu

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

Jsou proto závislé na:

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

Prakticky jde o vážený průměr nákladů z jednotlivých druhů kapitálu, které podnik používá, kde vahou je podíl příslušného druhu kapitálu na celkovém kapitálu.

Abychom tedy stanovili náklady kapitálu firmy, je třeba určit:

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

Kapitálová struktura firmy

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

- kapitálová struktura nezachycuje jen kapitál ve formě emitovaných cenných papírů, ale také kapitál ve formě dlouhodobých bankovních úvěrů, rozděleného zisku, dlouhodobých závazků vůči dodavatelům apod.

- v kapitálové struktuře nejde o všechny cenné papíry, s nimiž podnik přichází do styku, ale jen o firmou emitované cenné papíry, nakoupené cenné papíry jsou přirozeně součástí majetku podniku.

2.1. Náklady cizího kapitálu

U většiny složek cizího kapitálu (především bankovní úvěry, finanční výpomoci a ostatní úročené závazky) jsou jejich náklady dány úrokovou sazbou zadávanou uživatelem. Náklady cizího kapitálu se pak stanoví jako vážený průměr nákladů jednotlivých složek cizího úplatného kapitálu, kde jako váhy vystupují podíly těchto složek na celkovém objemu cizího úplatného kapitálu.

Náklady dluhu

Náklady kapitálu získané formou dluhu (úvěrem, emisí obligací) se vyjadřují v podobě úroku, který podnik musí zaplatit svým věřitelům. Při výpočtu je třeba zohlednit skutečnost, že úrok je součástí nákladů:

$$N_d = i(1 - T)$$

N_d náklady dluhu v %

i úrok z úvěru (z obligací) v %

Tdaňový koeficient (daňová sazba ze zisku v % / 100)

2.2. Náklady vlastního kapitálu

Obtížnější než stanovení nákladů cizího kapitálu je určení nákladů vlastního kapitálu. Důvod spočívá v tom, že zatímco náklady cizího kapitálu jsou účetní kategorií (např. v podobě nákladových úroků), u nákladů vlastního kapitálu tomu tak není. Náklady vlastního kapitálu se obvykle chápou jako požadovaná výnosnost kapitálu vloženého do firmy, která je závislá na rizikovitosti jejího podnikání. Čím je tato rizikovost vyšší, tím požadují vlastníci vyšší zhodnocení kapitálu vloženého do firmy, a tím jsou také náklady vlastního kapitálu vyšší.

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

Koncept vlastních nákladů má však obecně dvě podoby

- náklady kapitálu jako finanční náklad
- náklady kapitálu jako náklady příležitosti

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

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

Náklady kapitálu jako náklady příležitosti lze vypočítat pomocí třech způsobů

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

2.2.1. Model oceňování kapitálových aktiv (CAPM)

Představuje matematický model, vyjadřující lineární vztah mezi výnosností individuální akcie a výnosností akcií na kapitálovém trhu (VALACH 2001).

Stanovuje náklady vlastního kapitálu jako součet bezrizikové výnosové míry (výnosnost dlouhodobých státních dluhopisů) a součinu beta koeficientu a rizikové prémie (rozdíl výnosnosti kapitálového trhu a výnosnosti státních dluhopisů). Beta koeficient udává pravděpodobnou změnu výnosu příslušné akcie v závislosti na změně výnosů všech akcií na kapitálovém trhu (KISLINGEROVÁ 2004)..

Tento model vystihuje vztah mezi systematickým rizikem a požadovanou výnosností jednoduchou rovnicí:

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

r_e náklady vlastního kapitálu, z pohledu investora pak vyžadovaná výnosnost

r_f bezriziková výnosová míra (lze ji stanovit jako míru výnosu státních obligací, resp. státních pokladničních poukázek)

β koeficient beta, vyjadřuje, zda riziko konkrétního aktiva je větší ($\beta > 1$) nebo menší ($\beta < 1$) než riziko kapitálového trhu jako celku

$r_m - r_f$..prémie za systematické tržní riziko (systematickým rizikem rozumíme riziko, které je vyvoláno faktory zasahujícími všechna aktiva na kapitálovém trhu, těmi faktory se rozumí neočekávané změny HDP, inflace, zahraničního obchodu, kursu měny apod.)

Možné situace beta koeficientu:

- $\beta > 1$ cenný papír má tendenci obecné pohyby trhu zesilovat,
- $\beta = 1$ pohyb cenného papíru koreluje s pohybem trhu jako celku,
- $0 < \beta < 1$ cenný papír má tendenci obecné pohyby trhu zeslabovat,
- $\beta = 0$ bezrizikový cenný papír (stabilní výnos, resp. cena),
- $\beta < 0$ výnos, resp. cena cenného papíru se pohybuje proti obecnému pohybu trhu (KISLINGEROVÁ 2004).

2.2.2. Stavebnicové metody

U tohoto modelu je východiskem aktuální výnosnost bezrizikových cenných papírů (státních dluhopisů, alternativní možností je i výnosnost obligací velkých podniků dominujících na trhu), ke které se na základě odhadu připočítávají přírážky za různé druhy rizika, vyplývající např. z předluženosti nebo snížené míry likvidity podniku.

Náklady vlastního kapitálu budu počítat pomocí jedné ze stavebnicových metod a to dle modelu INFA. Podle tohoto modelu se náklady vlastního kapitálu stanoví jakou součet bezrizikové výnosové míry a rizikové prémie, kterou tvoří čtyři složky, jejichž hodnoty se určují na základě poměrových ukazatelů.

Postup výpočtu modelu INFA:

$$r_{vk} = r_f + r_1 + r_2 + r_3 + r_4$$

r_{vk} úroková míra vlastního kapitálu

r_f bezriziková úroková míra (sazba)

r_1 závisí na velikosti vlastního kapitálu podniku E. Jestliže je vlastní kapitál větší než 3 mld. Kč, lze r_2 vynechat, je-li menší než 100 mil. Kč, $r_1 = 5 \%$, pokud je jeho hodnota mezi 100mil. Kč a 3 mld. Kč, lze použít funkci:

$$(3 \text{ mld.} - E)^2 / 168,2$$

r_2 závisí na velikosti ukazatele (**EBIT / Aktiva**) což je rentabilita aktiv. Jestliže je hodnota tohoto ukazatele v podniku větší než X_1 , lze r_2 vynechat, je-li menší než 0, $r_2 = 10 \%$, jinak lze použít funkci

$$(X_1 - (\text{EBIT} / \text{Aktiva}))^2 / (10 - X_1)^2$$

$X_1 = ((\text{Vlastní kapitál} + \text{Bankovní úvěry} + \text{Obligace}) / \text{Aktiva}) * (\text{Nákladové úroky} / (\text{Bankovní úvěry} + \text{Obligace}))$

EBITzisk před zdaněním a úroky

r_3 závisí na velikosti ukazatele běžné likvidity (**OAKT / KZAV**). Jestliže je hodnota tohoto ukazatele v podniku větší než XL, lze r_3 vynechat, jestliže je menší než 1, $r_3 = 10 \%$, jinak lze použít funkci

$$((XL - (\text{OAKT} / \text{KZAV}))^2 / (10 - XL - 1)^2$$

XLprůměrná hodnota ukazatele za průmysl (pokud je zároveň větší než 1,2), v opačném případě je vhodné použít hodnotu 1,2.

OAKToběžná aktiva

KZAVkrátkodobé závazky

r_4 závisí na velikosti ukazatele (**EBIT / Nákladové úroky**) tj. úrokové krytí. Pokud je hodnota tohoto ukazatele v podniku větší než 3, lze r_4 vynechat, je-li menší než 1, $r_4 = 10 \%$, jinak lze použít funkci

$$((3 - (\text{EBIT} / \text{Nákladové úroky}))^2 / 40$$

(KISLINGEROVÁ 2004)

2.2.3. Dividendový model

Stanovuje náklady vlastního kapitálu jakožto vnitřní výnosnost akcie na základě tržní ceny akcie, očekávané dividendy a tempa jejího růstu (KISLINGEROVÁ 2004).

výpočet modelu:
$$n_v = (D / T) + g$$

n_v náklady vlastního kapitálu (očekávaná vnitřní výnosnost akcie)

D očekávaná dividenda

T tržní cena akcie

g očekávané tempo růstu dividend

Dividendový model stanovuje jedinou hodnotu nákladů vlastního kapitálu.

3. PRŮMĚRNÉ NÁKLADY KAPITÁLU A JEJICH UŽITÍ

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

Z tohoto důvodu jsou závislé na

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

Prakticky jde o vážený průměr nákladů z jednotlivých druhů kapitálu, které podnik používá, kde vahou je podíl příslušného druhu kapitálu na celkovém kapitálu. Podniky většinou udržují svůj celkový kapitál v různých formách jako je např. ve formě akciového kapitálu, v podobě různých forem dluhů, v podobě nerozděleného zisku.

Průměrné náklady kapitálu podniku jsou ve finančním rozhodování využívány následovně:

- slouží jako základ stanovení diskontní sazby při propočtu efektivnosti investičních projektů,
- mohou být využity pro stanovení optimální výše celkových kapitálových výdajů podniku,
- mohou být použity jako rozhodovací kritérium pro výběr optimální kapitálové struktury podniku.

Průměrné kapitálové náklady (**WACC**) pracují jednak s úrokem (cenou za použití kapitálu věřitelů (r_d), kde je zohledněn i faktor daní ($1-t$), ale i s požadovaným výnosem akcionářů (r_e). Celkový výsledek je závislý nejen na jednotlivých složkách r_d a r_e , ale i na struktuře kapitálu, resp. v jakém poměru používá podnik k financování svých potřeb vlastní a cizí kapitál. Dojde-li ke změně kapitálové struktury, mění se i výsledná hodnota průměrných kapitálových nákladů. Podniky „pracující“ ve stejném odvětví se mohou lišit průměrnými náklady kapitálu. Primárně totiž průměrné náklady závisí na užití zdrojů (kapitálu) v podnikatelských aktivitách podniku, druhotně na zdroji (KISLINGEROVÁ 1999).

Pokud podniky dokáží s vyšší mírou efektivnosti využít poskytnuté vlastní a cizí zdroje, dosahují tím nižších průměrných nákladů na kapitál.

3.1. Výpočet průměrných vážených nákladů kapitálu

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

NCEL.K (WACC) ...náklady celkového kapitálu

NVK..náklady vlastního kapitálu

NCK..náklady cizího kapitálu

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

VK.....vlastní kapitál

CK.....cizí úročený (zpoplatněný) kapitál

Stanovení WACC znamená uskutečnit pět kroků

- Z rozvahy firmy zjistíme váhy jednotlivých komponentů dlouhodobého financování: úvěrů, nerozděleného zisku, obligací, prioritních akcií a kmenových akcií.
- Vypočteme náklady jednotlivých zdrojů dlouhodobého kapitálu. Ty se mohou měnit s tím, jak se zvyšuje požadavek společnosti na dodatečné financování. Tzn., že u dodatečného financování dluhem, budou banky požadovat vyšší úrokovou sazbu dle toho, jak roste riziko společnosti při zadlužování.
- Zjistíme zlomové body. Jedná se o takové body, ve kterých se skokově mění náklady financování v důsledku změny nákladů některého komponentu kapitálové struktury.
- Vypočítáme vážené průměrné náklady kapitálu mezi jednotlivými zlomovými body. Nejprve firma používá nejdostupnější a nejlevnější zdroje financování a následně přechází k dražším. Zároveň udržuje co nejlepší finanční mix. Nejdříve použije nerozdělený zisk, a potom dluhové financování.

- Náklady kapitálu se budou vždy porovnávat s investičními projekty a jejich výnosností. Tato analýza umožní rozhodnout o tom, které investiční projekty realizovat a které zamítnout (JINDŘICHOVSKÁ, BLAHA 2001)

3.2. Průměrné náklady kapitálu jako základ stanovení požadované výnosnosti

Průměrné náklady kapitálu podniku mohou být použity pro hodnocení efektivnosti pouze u těch investičních projektů, které mají přibližně stejnou strukturu kapitálového krytí. Pokud se struktura kapitálu projektu podstatně odlišuje je třeba průměrné náklady kapitálu podniku chápat jen jako základ diskontní sazby, který je nutno opravit.

Jestliže projekty mají vyšší podíl dluhů musíme počítat s růstem finančního rizika v důsledku vyššího zadlužení a také se zvýšením požadovaných výnosů akcionářů. Růst finančního rizika je na druhé straně tlumen vyššími úroky. U projektů s nižším podílem dluhů je možné diskontní sazbu snížit.

Průměrné náklady kapitálu podniku mohou být dále využity pro hodnocení projektů s přibližně stejným podnikatelským rizikem. Pokud investiční projekt vykazuje vyšší riziko než je riziko celkového podnikání, je třeba základní diskontní sazbu opírající se o průměrné náklady kapitálu zvýšit. Dochází-li k vykazování podstatně nižšího rizika, základní diskontní sazba se sníží. Jestliže se investiční projekty výrazně neodchylují svým finančním a podnikatelským rizikem od těchto rizik podniku jako celku, je možné při požadované výnosnosti vycházet z průměrných nákladů kapitálu podniku jako celku. Podstatnou odlišnost ve financování investičního projektu oproti stávající kapitálové struktuře podniku lze vyjádřit i jiným způsobem, než úpravou požadované výnosnosti. Efektivnost investičních projektů se nejdříve kvantifikuje tak, jako by šlo o projekt financovaný plně ze stávajícího akciového kapitálu. Takto určenou čistou současnou hodnotu upravíme o vedlejší vlivy, které vznikají při financování projektu (VALACH 2001).

3.3. Stanovení optimální výše průměrných nákladů podniku

Růst kapitálu podniku znamená obvykle i růst nákladů jednotlivých druhů kapitálu (věřitelé požadují vyšší úrok u dalších úvěrů apod.). V důsledku toho dochází i k růstu průměrných nákladů. Je nutné proto stanovit průměrné náklady pro různou výši kapitálu s přihlédnutím k růstu nákladů kapitálu. Tyto průměrné náklady nazýváme mezní (marginální)

průměrné náklady kapitálu, které představují náklady dalšího přírůstku kapitálu firmy. Následně tyto mezní průměrné náklady kapitálu určují hranici, které projekty ještě přijímat a které vyloučit.

Optimální výše kapitálových výdajů podniku představuje souhrn kapitálových výdajů těch investičních akcí, jejichž očekávaná výnosnost přesahuje mezní průměrné náklady kapitálu (VALACH 2001).

Optimální celkové kapitálové výdaje jsou ty výdaje, které zvyšují tržní hodnotu firmy.

4. VAZBA UKAZATELŮ ZADLUŽENOSTI A NÁKLADŮ NA KAPITÁL

Zadluženost vyjadřuje skutečnost, že podnik používá k financování svých aktiv a činností cizí zdroje (dluh). Používání cizích zdrojů ovlivňuje jak výnosnost kapitálu akcionářů, tak riziko (ČÍŽEK 2003).

Ukazatele zadluženosti se orientují na míru zajištění pohledávek věřiteli. Čím vyšší zadluženost existuje, tím větší je riziko věřitelů. Z tohoto důvodu je také tento ukazatel využíván k měření finančního rizika. Míra zadluženosti výrazně ovlivňuje náklady na pořízení celkového kapitálu podniku a tím i tržní hodnotu firmy. Původní představy, které nebraly v úvahu vliv daní spočívaly v tom, že náklady celkového kapitálu se vlivem změn ve finanční struktuře nemění. Z tohoto vyplývá, že jakékoli hledání optimálního zadlužení podniku nemá smysl. Posléze, když se začal respektovat vliv daní, které snižují cenu cizího kapitálu, se došlo k závěru, že náklady celkového kapitálu v důsledku vyššího zadlužení klesají a že je tedy pro podnik výhodné mít co nejvyšší podíl cizího kapitálu na celkovém kapitálu. Nyní převládá teorie tzv. „U“ křivky celkových nákladů kapitálu. Je založena na tom, že od určité míry zadlužení celkové náklady začnou stoupat (tzn., že vliv daní na cenu cizího kapitálu je pohlcen vyššími požadavky věřitelů na úroky při vyšším zadlužení, kdy stoupá riziko, až přichází bankrot). Z tohoto důvodu je důležité, aby podnik měl takovou relaci vlastního a cizího kapitálu, při níž jsou celkové náklady na pořízení kapitálu nejnižší a v důsledku toho tržní hodnota firmy nejvyšší (VALACH 1999).

Podnik používá cizí kapitál s tím, že výnos, který se jím získá a rovněž výnosnost celkového vloženého kapitálu bude vyšší než jsou náklady spojené s jeho použitím, tj. úrok placený z cizího kapitálu. Poměr vlastního a cizího kapitálu je nejen v různých zemích, ale i v podnicích různých oborů činnosti různý. Obecná zásada zní, že vlastní kapitál má být pokud možno vyšší než cizí vzhledem k tomu, že cizí kapitál je nutné splatit. Nízký poměr vlastního kapitálu k cizímu se považuje za určitou finanční slabost podniku a ohrožení jeho stability vzhledem k spoléhání se na cizí kapitál. Jestliže vlastníci zajišťují menší podíl celkového investovaného kapitálu, riziko podnikání nesou především věřitelé, což může vést k obtížím při získávání úvěru.

Teorie optimální zadluženosti s „U“ křivkou průměrných nákladů kapitálu (VALACH 1999).

<i>zadluženost</i>	<i>podíl kapitálu na celkovém kapitálu</i>	<i>náklady kapitálu</i>	<i>průměrné náklady celkového kapitálu</i>
nízká zadluženost			
dluh	20 %	6,5 %	1,3 %
vlastní kapitál	80 %	12 %	9,9 %
celkem			11,2 %
zvýšená zadluženost			
dluh	40 %	7 %	2,8 %
vlastní kapitál	60 %	12,5 %	7,5 %
celkem			10,3 %
vysoká zadluženost			
dluh	60 %	9 %	5,4 %
vlastní kapitál	40 %	15 %	6 %
celkem			11,4 %

Vývoj nákladů kapitálu vychází z toho, že s růstem zadluženosti rostou i náklady dluhu i náklady vlastního kapitálu v důsledku zvýšeného rizika věřitelů i akcionářů při vyšším zadlužení. Zatímco průměrné náklady celkového kapitálu se nejdříve snižují a teprve při vysoké zadluženosti stoupají. Z toho vyplývá, že pro podnik je nejvhodnější varianta takové zadluženosti, kdy průměrné náklady jsou nejnižší. Vyšší zadluženost zvyšuje průměrné náklady kapitálu. Je zřejmé, že není vhodné používat co nejvyšší podíl cizího kapitálu a to i přesto, že je levnější, ale optimální podíl, při němž jsou průměrné náklady celkového kapitálu minimální.

Je třeba vzít v úvahu kromě průměrných nákladů celkového kapitálu i další faktory působící na rozhodování o míře zadluženosti:

- velikost a stabilita podnikového zisku,
- majetkovou strukturu podniku,
- udržení kontroly nad činností podniku

Čím je podnik stabilnější a dosahuje vyššího zisku, tím vyšší podíl cizího kapitálu si může dovolit používat. Naopak podniky s perspektivou dosahování nižšího zisku, by měly spíše omezovat vyšší zadlužení, které je spojeno s požadavky splácení stálých úroků, bez ohledu na vývoj zisku. Použitý kapitál pro financování majetku by měl také odpovídat stupni likvidity jednotlivých druhů majetku. Jde o stupeň jejich převoditelnosti v peněžní prostředky. Rychle převoditelná aktiva (některé druhy oběžného majetku) je možné krýt krátkodobými závazky, protože je možné tato aktiva rychle využít ke splácení závazků. Zatímco dlouhodobá aktiva (fixní majetek a trvalou část oběžného majetku) je účelné financovat dlouhodobým kapitálem, vlastním i cizím. Pokud je podíl dlouhodobého kapitálu vyšší než odpovídá dlouhodobým aktivům, snižuje celkovou efektivnost činnosti podniku, protože dlouhodobý kapitál je dražší. V opačném případě nižší podíl dlouhodobého kapitálu (tzn. použití krátkodobého kapitálu i na krytí dlouhodobého majetku) je riskantní, jelikož může způsobit trvale platební potíže podniku. Jestliže dlouhodobý vlastní kapitál se podílí nejen na krytí dlouhodobého majetku, ale financuje se jím i krátkodobý majetek, jedná se o **překapitalizování podniku** (podnik nedostatečně využívá cizích zdrojů například z opatrnosti, vykazuje nadměrnou výši vlastních zdrojů). Je zde zajištěna vysoká finanční stabilita podniku, ale snižuje se celková efektivnost podnikání. Naopak pokud krátkodobý cizí kapitál kryje dlouhodobý majetek, hovoří se o **podkapitalizování podniku** (má nedostatečnou výši vlastního kapitálu vzhledem k podnikatelským aktivitám, podnik je příliš zadlužen), které může vést až k zániku podniku. Majitelé a řídicí pracovníci usilují o trvalou kontrolu nad celkovou činností podniku vyšším podílem vlastního kapitálu a platební schopností. Při neschopnosti hradit závazky vzniká věřitelům riziko, že mohou na sebe přesunout kontrolu nad činností podniku a to zejména u zajištěných pohledávek. Nejčastěji k tomu dochází tehdy, když se dluhy koncentrují na jednoho či málo věřitelů. Zadluženost je nadále ovlivněna nedostatkem dlouhodobého kapitálu na vznikajícím kapitálovém trhu, nízkou konkurenceschopností některých podniků ve vnitřním i zahraničním trhu, přenášení platební neschopnosti na jiné podniky aj.

4.1. Ukazatele zadluženosti

- ukazatel stupně zadlužení
- ukazatel míry finanční samostatnosti
- ukazatel úrokového krytí

Ukazatel stupně zadlužení

$$\text{cizí zdroje} / \text{celkový majetek}$$

Jde o poměr celkových závazků (a to krátkodobých i dlouhodobých) k celkovému majetku. Čím vyšší je hodnota tohoto ukazatele, tím vyšší je zadluženost podniku a tím vyšší je riziko jak věřitelů, tak i akcionářů. Tento ukazatel je důležité posuzovat v souvislosti s celkovou výnosností, kterou podnik dosahuje z celkového vloženého kapitálu, i v souvislosti se strukturou cizího kapitálu.

Doplňek tohoto ukazatele je:

Ukazatel míry finanční samostatnosti

$$\text{vlastní kapitál} / \text{celkový majetek}$$

Jedná se o ukazatel, který hodnotí zadluženost podniku z pohledu vlastního kapitálu. Při hodnocení tohoto ukazatele je třeba vycházet z konkrétních podmínek. Dlouhodobý kapitál (vlastní kapitál + dlouhodobé závazky) by měl krýt dlouhodobý majetek (hmotný a nehmotný investiční majetek, finanční investice) a případně i část trvale vázaných oběžných aktiv. Hodnota součtu obou ukazatelů je rovna jedné. Informují o finanční struktuře (finanční skladbě).

Ukazatel úrokového krytí

$$\text{zisk před úroky a zdaněním (EBIT)} / \text{nákladové úroky}$$

Ukazatel měří, kolikrát by se mohl provozní zisk snížit před tím, než se společnost dostane na úroveň, kdy již nebude schopna zaplatit své úrokové povinnosti. V čitateli zlomku se používá provozní zisk (VH před odečtením úroků a daní = EBIT), protože úrok je nákladová položka odčitatelná od daňového základu, není schopnost podniku zaplatit úroky ovlivněna zdaněním. Neschopnost platit úrok může vést k vážným problémům - věřitelé mohou navrhnout společnost do konkursního řízení.

Jedná se o důležitý ukazatel finanční stability podniku a jeho celkové jistoty. Průměrná hodnota tohoto ukazatele se v České republice pohybuje kolem 3 (KISLINGEROVÁ 2004). Zatímco v amerických podnicích se pohybuje kolem 8 (VALACH 1999).

4.2. Ukazatele rentability

Rentabilita (výnosnost) vloženého kapitálu je měřítkem schopnosti podniku vytvářet nové zdroje, dosahovat zisku použitím investovaného kapitálu. Je obecně definována jako poměr zisku a vloženého kapitálu (VALACH 1999).

Podle toho, jaký je vloženému kapitálu přiřazen význam, rozlišují se tři základní ukazatele:

- rentabilita celkového kapitálu (RCK)
- rentabilita vlastního kapitálu (RVK)
- rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu (RDIK)

Ukazatelů rentability se používá pro hodnocení a komplexní posouzení celkové efektivnosti podniku, pomocí nich se vyjadřuje intenzita využívání, reprodukce a zhodnocení kapitálu vloženého do podniku.

rentabilita celkového kapitálu

$$\text{zisk} / \text{celkový kapitál}$$

Tento ukazatel vyjadřuje celkovou efektivnost podniku, resp. produkční sílu. Je patrné, že celkovým kapitálem rozumíme v tomto případě veškerý vložený kapitál, tzn. krátkodobé i dlouhodobé závazky a vlastní kapitál.

rentabilita vlastního kapitálu

$$\text{zisk po zdanění} / \text{vlastní kapitál}$$

Ukazatel rentability vlastního kapitálu je definován jako poměr čistého zisku a vlastního kapitálu. Vlastní kapitál zahrnuje vedle základního kapitálu, emisní ážio a další kapitálové fondy, fondy tvořené ze zisku a hospodářský výsledek.

Tento ukazatel vyjadřuje, kolik korun čistého zisku připadá na jednu korunu investovanou do podniku jeho vlastníky. Míra zisku vypočtená z vlastního kapitálu je ukazatelem, jímž akcionáři, majitelé a další investoři zjišťují, zda jejich kapitál přináší dostatečný výnos, tj. zda se využívá s intenzitou odpovídající velikost jejich investičního rizika. Investor požaduje, aby cena, kterou od podniku dostává, byla vyšší než cena, kterou by obdržel při jiné formě investování

Ukazatel rentability vlastního kapitálu lze rozložit na součin tří dílčích ukazatelů: čistá ziskovost tržeb (ziskové rozpětí po zdanění), obrat celkových aktiv (tržby / celková aktiva) a ukazatel tzv. finanční páka jako poměr mezi celkovými aktivy a vlastním kapitálem. Tento ukazatel je jednou z forem vyjádření zadluženosti podniku, podílu cizích zdrojů na celkových zdrojích podniku. Čím je podíl cizích zdrojů větší, tím je vyšší i ukazatel finanční páka.

rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu

$$(Z + U * (1 - d)) / (DZ + VK)$$

Zzisk po zdanění

Uúrok

ddaňová sazba daně z příjmů

DZdlouhodobé závazky

VKvlastní kapitál

Tento ukazatel představuje široce používané měřítko výnosnosti podniku, velmi často pro mezipodnikové srovnání. Poskytuje informace o dlouhodobých zdrojích.

METODIKA PRÁCE

Úkolem této bakalářské práce je provést charakteristiku kapitálové struktury v podmínkách vybraného podniku, posoudit cenu jednotlivých složek kapitálu a zhodnotit různá pojetí nákladů na kapitál včetně jejich využitelnosti pro manažerská rozhodování.

Pro charakteristiku kapitálové struktury určitého podniku se využívá celá řada ukazatelů. Potřebné údaje o dílčích složkách kapitálu byly převzaty z účetních výkazů, především z rozvahy a dále z výkazu zisku a ztráty ve sledovaném období. Jednotlivé kapitálové části jsou předmětem podrobnějšího zkoumání, jehož cílem je zaujmout k danému problému správný postoj a ze získaných poznatků učinit celkové zhodnocení kapitálové struktury podniku. Skupiny i dílčí složky kapitálu sledovaného podniku se v praktické části práce hodnotí a posuzují na základě analýzy jejich struktury a vývoje, na kterou navazují ukazatele finanční analýzy uspořádané podle toho, jakou oblast hospodářské činnosti podniku postihují. Pomocí těchto ukazatelů se zkoumají konkrétní vztahy a vzájemné souvislosti kapitálových složek.

Údaje pro jednotlivé výpočty praktické části jsou brány z výkazů sledované společnosti. Konkrétně z rozvahy a výkazu zisku a ztrát za období 2001-2004.

Výpočet průměrných nákladů kapitálu

Průměrné náklady kapitálu byly počítány pomocí vzorce:

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

NCEL.K (WACC) ...náklady celkového kapitálu

NVK..náklady vlastního kapitálu

NCK.....náklady cizího kapitálu

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

VK.....vlastní kapitál

CK.....cizí úročený (zpoplatněný) kapitál

Bylo zde poukázáno, jak na alternativní pojetí nákladů vlastního kapitálu, tak na finanční pojetí.

Alternativní pojetí nákladů vlastního kapitálu bylo vypočítáno pomocí programu EVALENT, do kterého byly zadány vstupní údaje firmy ČZ a. s. Jedná se tedy o údaje z rozvahy a výkazu zisku a ztrát. Pomocí modelu INFA byla zjištěna konkrétní výše nákladů vlastního kapitálu za jednotlivé sledované roky. Náklady cizího kapitálu byly spočítány jako *nákladové úroky / cizí úročený kapitál*. Nákladové úroky byly vzaty z výkazu zisku a ztrát a cizí úročený kapitál z rozvahy sledované společnosti.

Finanční pojetí nákladů vlastního kapitálu bylo vypočítáno pomocí vzorečku *podíly společníků / základní kapitál*. Výpočet nákladů cizího kapitálu zůstává stejný jako u alternativního pojetí.

Analýza struktury

Pro hodnocení struktury kapitálu podniku se využívá především vertikální analýza. Její technika spočívá jednak ve vyjádření struktury kapitálu v absolutních částkách (v tis. Kč) a dále ve zjištění procentního zastoupení jednotlivých kapitálových částí na jejich celkovém objemu v rámci každého sledovaného roku. Za základ, tj. 100 %, se považuje celková částka kapitálu.

Získanými procentními podíly lze zjistit, jaké složky se nejvíce podílí na celkovém objemu kapitálu. Analýza struktury se na rozdíl od následující horizontální analýzy zabývá vždy jen jedním obdobím a další její nevýhodou je skutečnost, že neukazuje příčiny změn.

Analýza vývoje

Tato analýza bývá často označována jako horizontální analýza. Je založena na srovnávání jednotlivých kapitálových částí v několika obdobích, přičemž je vyčíslována změna absolutní i změna procentní. Absolutní výše změn je dána prostým odčítáním stavu příslušné položky z běžného roku od minulého. Pro vyjádření procentních změn slouží řetězové indexy. Technika jejich výpočtu spočívá v podílu stavu konkrétní položky v běžném roce k stavu položky v roce minulém. Na základě provedené analýzy lze snadno určit, jak se během hodnoceného období vyvíjel stav kapitálu a které jeho části, jakou mírou a v jakém roce se zasloužily o jeho významné změny.

Zhodnocení vývoje kapitálové struktury pomocí finančních ukazatelů

Pro zhodnocení vývoje kapitálové struktury bylo použito ukazatelů finanční analýzy, konkrétně ukazatele zadluženosti a také zaměření se na rentabilitu vlastního kapitálu, která s nimi souvisí.

5.2. Obecná charakteristika podniku

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

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

Hlavními výrobními činnostmi ČZ a.s. jsou: výroba, vývoj a servis turbodmychadel pro přeplňování spalovacích motorů nákladních a užitkových automobilů, výroba odlitků ze šedé a tvárné litiny, výroba odlitků z hliníkových slitin, výroba dílů pro automobilový průmysl, konstrukce a výroba tlakových forem na hliníkové a zinkové slitiny, plasty a pryž, výroba tvářecích nástrojů a speciálních řezných nástrojů, výroba čelních vysokozdvížných motorových a akumulátorových vozíků značky DESTA.

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

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

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

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

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

Organizační struktura společnosti zahrnuje 6 divizí:

- Slévárna litiny
- Slévárna hliníku
- Auto

- Turbo
- Nástrojárna
- Auto – DESTA

Dále má společnost 4 samostatné odbory:

- Energetika
- Doprava
- Zásobování
- Sociální služby

Z uvedených divizí vyplývá, že předmětem činnosti firmy je:

- výroba strojů a zařízení pro určitá hospodářská odvětví
- výroba motorových a přípojných vozidel
- opravy ostatních dopravních prostředků
- slévárenství
- inženýrská činnost v investiční výstavbě
- polygrafická výroba
- zprostředkování obchodu a služeb
- výroba, rozmnožování, nahrávání a distribuce zvukových a zvukově-obrazových záznamů
- opravy silničních vozidel
- truhlářství
- zámečnictví
- vodoinstalatérství, topenářství
- galvanizérství
- projektová činnost ve výstavbě
- projektování elektrických zařízení
- revize a zkoušky vyhrazených zdvihacích a tlakových zařízení, revize vyhrazených elektrických zařízení
- zpracování dat, služby databank, správa sítí
- poskytování software a poradenství v oblasti hardware a software
- ubytovací služby a hostinská činnost

- silniční motorová doprava osobní i nákladní v rámci podmínek stanovených v koncesní listině
- nástrojařství aj.

5.3. Charakteristika kapitálové struktury ČZ a. s.

Při pohledu na zdroje krytí celého podnikového majetku a jejich strukturu (údaje tabulky 1 a 2) si lze u hodnocené obchodní společnosti okamžitě povšimnout značné převahy vlastního kapitálu nad kapitálem cizím. Během celého sledovaného období připadá na vlastní kapitál téměř 75 % celkového podnikového kapitálu (graf 1). Zatímco cizí kapitál tvoří v průměru přibližně 25 % celkové bilanční sumy.

V roce 2001 je velká část vlastního kapitálu zastoupena základním kapitálem a to přibližně 72 % podnikových zdrojů. Po celou sledovanou dobu se základní kapitál poměrně rychle snižuje ze 72 % na 25 % celkového objemu zdrojů. Příčinou jeho snížení byla likvidace vlastních akcií a snížení jejich jmenovité hodnoty. Kapitálové fondy představují externí kapitál, který podnik získal z vnějšku. Jde o fondy, jejichž zdrojem tvorby v průběhu činnosti firmy je jiný zdroj než účetní zisk. U obchodní společnosti ČZ a. s. jsou tyto fondy tvořeny emisním ážiem, dary a dotacemi v průměru ve výši 7 % podnikových zdrojů. Povinností podniku je v prvním roce, kdy vykáže zisk, vytvořit zákonný rezervní fond, který se každoročně doplňuje určitou částí z čistého zisku. Kromě rezervního fondu, jehož procentní úroveň od roku 2001 neustále roste až do výše 14 % podnikových zdrojů, jsou součástí vlastního kapitálu dále statutární a ostatní fondy tvořené ze zisku. V jejich rámci vytváří sledovaná firma sociální fond, z něhož vyplácí stabilizační odměny a sociální výpomoci zaměstnancům, vánoční kapry atd. Vnitřní strukturu vlastního kapitálu doplňuje výsledek hospodaření minulých let, resp. nerozdělený zisk minulých let. Jeho výše na konci sledovaného období, tj. 2,3 mil. Kč, odpovídá přibližně 0,10-procentnímu podílu na podnikových zdrojích. Při pohledu na absolutní výši výsledku hospodaření běžného účetního období v jednotlivých sledovaných letech lze okamžitě konstatovat poměrně rozkolísaný vývoj. Tato důležitá složka podnikového kapitálu tvoří během hodnoceného období v průměru necelé 1,5 % souhrnného objemu zdrojů krytí obchodní společnosti.

Tabulka 1 Přehled kapitálu společnosti ČZ a.s. v letech 2001-2004

(k 31.12. – v tis. Kč)

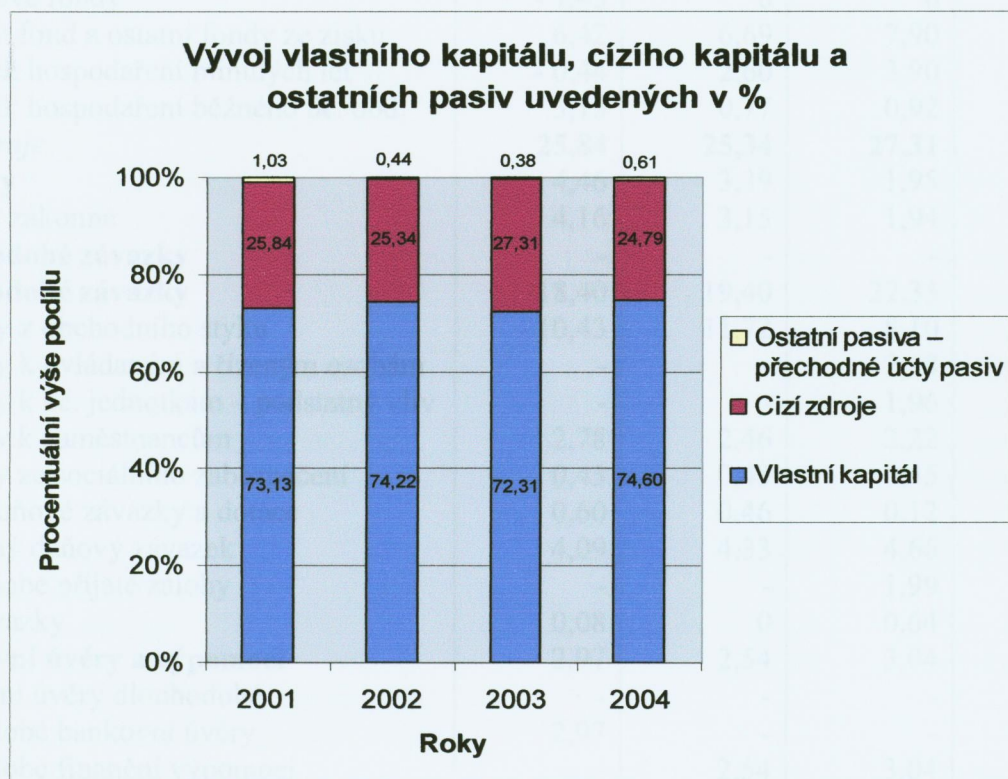
Položka	2001	2002	2003	2004
KAPITÁL CELKEM	2 741 985	2 693 610	2 295 789	2 205 498
Vlastní kapitál	2 005 219	1 999 240	1 660 036	1 645 332
základní kapitál	1 958 819	1 728 435	1 368 196	539 690
kapitálové fondy	- 203 755	28	- 41	793 375
rezervní fond a ostatní fondy ze zisku	175 921	180 237	181 268	298 950
výsledek hospodaření minulých let	- 12 100	69 970	89 509	2 311
výsledek hospodaření běžného úč. obd.	86 334	20 623	21 104	11 006
Cizí zdroje	708 411	682 434	627 017	546 647
Rezervy	122 425	91 442	44 689	31 929
rezervy zákonné	114 168	84 975	44 509	31 929
Dlouhodobé závazky	-	-	-	8 980
Krátkodobé závazky	504 662	522 518	512 619	439 005
závazky z obchodního styku	285 995	315 631	186 019	206 961
závazky k ovládaným a řízeným osobám	-	-	50 000	-
závazky k úč. jednotkám – podstatný vliv	-	-	45 000	-
závazky k zaměstnancům	76 121	66 192	51 080	52 878
závazky ze sociálního zabezpečení	11 782	11 471	10 289	11 207
stát – daňové závazky a dotace	16 502	12 367	2 860	6 081
odložený daňový závazek	112 191	116 753	107 053	99 854
krátkodobé přijaté zálohy	-	-	45 720	25 867
jiné závazky	2 071	104	14 598	36 157
Bankovní úvěry a výpomoci	81 324	68 474	69 709	66 733
bankovní úvěry dlouhodobé	-	-	-	-
krátkodobé bankovní úvěry	81 324	-	-	-
krátkodobé finanční výpomoci	-	68 474	69 709	66 733
Ostatní pasiva – přechodné účty pasiv	28 355	11 936	8 736	13 519

Velkou pozornost je třeba věnovat cizímu kapitálu, jehož používání ovlivňuje současnou i budoucí finanční situaci podniku a hospodaření s ním je spojeno s mnoha riziky. Z údajů tabulek 1 a 2 je na první pohled zcela zřetelné, že cizí kapitál tvoří poměrně malou část ve vnitřní struktuře podnikových zdrojů. Po celé sledované období se velikost cizího kapitálu snižuje. V roce 2001 tvoří cizí kapitál téměř 709 mil. Kč tj. téměř 26 % celkové bilanční sumy a v roce 2004 jeho výše příznivě klesla na necelých 550 mil. Kč.

Ve vnitřní struktuře cizího kapitálu jsou během celého sledovaného období nejvýrazněji zastoupeny krátkodobé závazky. V letech 2002, 2003 a 2004 na ně připadá více než 75 % cizích zdrojů hodnoceného podniku. Tato skutečnost je způsobena především značným objemem

závazků z obchodních styků, které v uvedených třech letech v průměru vykazovaly 40-ti procentní podíl cizích zdrojů obchodní společnosti.

Graf 1 Struktura podnikového kapitálu v letech 2001 – 2004
(k 31.12. – v %)



Podnik by měl věnovat neustálou pozornost době jejich úhrady a zároveň zajistit optimální relaci tohoto ukazatele s dobou inkasa pohledávek.

Součástí kapitálové struktury analyzovaného podniku jsou zákonné rezervy, které firma tvořila na opravy dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku. V roce 2001 představovaly 4,2 % a v dalších třech letech se postupně snižovaly až na 1,5 % podnikového kapitálu. Z uvedených údajů (údaje tabulky 1 a 2) lze konstatovat, že obchodní společnost pro první tři roky nevyužila dlouhodobých závazků. V roce 2004 na ně připadá 0,4 % souhrnného objemu zdrojů krytí.

V průběhu sledovaného období podnik upřednostňuje krátkodobé bankovní úvěry a krátkodobé finanční výpomoci, které na začátku sledovaného období činily v souhrnném objemu 81 mil. Kč. Ostatní pasiva se na celkové bilanční sumě podílí nejvyšší částkou v roce 2001 a to téměř 28,5 mil. Kč, tj. 1 % cizích zdrojů sledovaného podniku.

Tabulka 2 Struktura podnikového kapitálu v letech 2001 – 2004

(k 31.12. – v %)

Položka	2001	2002	2003	2004
KAPITÁL CELKEM	100	100	100	100
Vlastní kapitál	73,11	74,22	72,31	74,60
základní kapitál	71,44	64,17	59,60	24,47
kapitálové fondy	- 7,43	0	0	35,97
rezervní fond a ostatní fondy ze zisku	6,42	6,69	7,90	13,55
výsledek hospodaření minulých let	- 0,44	2,60	3,90	0,10
výsledek hospodaření běžného úč. obd.	3,15	0,77	0,92	0,50
Cizí zdroje	25,84	25,34	27,31	24,79
Rezervy	4,46	3,39	1,95	1,45
rezervy zákonné	4,16	3,15	1,94	1,45
Dlouhodobé závazky	-	-	-	0,41
Krátkodobé závazky	18,40	19,40	22,33	19,91
závazky z obchodního styku	10,43	11,72	8,10	9,38
závazky k ovládaným a řízeným osobám	-	-	2,18	-
závazky k úč. jednotkám – podstatný vliv	-	-	1,96	-
závazky k zaměstnancům	2,78	2,46	2,22	2,40
závazky ze sociálního zabezpečení	0,43	0,43	0,45	0,51
stát – daňové závazky a dotace	0,60	0,46	0,12	0,28
odložený daňový závazek	4,09	4,33	4,66	4,53
krátkodobé přijaté zálohy	-	-	1,99	1,17
jiné závazky	0,08	0	0,64	1,64
Bankovní úvěry a výpomoci	2,97	2,54	3,04	3,03
bankovní úvěry dlouhodobé	-	-	-	-
krátkodobé bankovní úvěry	2,97	-	-	-
krátkodobé finanční výpomoci	-	2,54	3,04	3,03
Ostatní pasiva – přechodné účty pasiv	1,03	0,44	0,38	0,61

5.4. Analýza vývoje podnikového kapitálu

Na základě údajů tabulky 3 a 4 je možné hodnotit uplynulý vývoj v hospodaření sledovaného podniku se svým kapitálem. Okamžitě lze konstatovat skutečnost, že v průběhu čtyřletého období dochází ke snižování souhrnného objemu vlastního kapitálu, což je nejvíce patrné v roce 2003 (údaje tabulky 1). Vlastní kapitál během sledovaného období celkově poklesl o 359 887 tis. Kč, což odpovídá přibližně 18-procentnímu snížení. Menší podíl kapitálové struktury tvoří cizí kapitál. Ne vždy, je dobré mít malý podíl cizího kapitálu, jelikož cizí kapitál zvyšuje rentabilitu vlastního kapitálu (ROE). Po celé čtyři roky sledování docházelo k jeho snižování a to o více než 161 764 tis. Kč (údaje tabulky 3), což je téměř o 23 % podnikových zdrojů. Podstatnou změnu zaznamenal základní kapitál společnosti, který se snížil téměř o 72,5 % od počátku sledovaného období. Důvody jeho snížení byly dva a to snížení

nominální hodnoty akcií a likvidace vlastních akcií. Rozkolísaný vývoj zaznamenal výsledek hospodaření minulých let, který vzrostl za dané období o 14 411 tis. Kč (údaje tabulky 3). Naopak u výsledku hospodaření běžného období si lze všimnout klesající tendence po celé sledované období. Od počátku roku 2001 se výsledek hospodaření snížil o 87 %, ale i přes tento pokles zůstává podnik během sledovaného období trvale ziskový.

Tabulka 3 Meziroční změny podnikového kapitálu v letech 2001 – 2004
(k 31.12. – v tis.)

Položka	2002-2001	2003-2002	2004-2003	2004-2001
KAPITÁL CELKEM	- 48 375	- 397 821	- 90 291	- 536 487
Vlastní kapitál	- 5 979	- 339 204	- 14 704	- 359 887
základní kapitál	- 230 384	- 360 239	- 828 506	- 1 419 129
kapitálové fondy	203 783	- 69	793 416	997 130
rezervní fond a ostatní fondy ze zisku	4 316	1 031	117 682	123 029
výsledek hospodaření minulých let	82 017	19 592	- 87 198	14 411
výsledek hospodaření běžného úč. obd.	- 65 711	481	- 10 098	- 75 328
Cizí zdroje	- 25 977	- 55 417	- 80 370	- 161 764
Rezervy	- 30 983	- 46 753	- 12 760	- 90 496
rezervy zákonné	29 193	- 40 466	- 12 580	- 82 239
Dlouhodobé závazky	-	-	-	-
Krátkodobé závazky	17 856	- 9 899	- 73 614	- 65 657
závazky z obchodního styku	29 636	- 129 612	20 942	- 79 034
závazky k ovládaným a řízeným osobám	-	-	-	-
závazky k úč. jednotkám – podstatný vliv	-	-	-	-
závazky k zaměstnancům	- 9 929	- 15 112	1 798	- 23 243
závazky ze sociálního zabezpečení	- 311	- 1 182	918	- 575
stát – daňové závazky a dotace	- 4 135	- 9 507	3 221	- 10 421
odložený daňový závazek	4 562	- 9700	- 7 199	- 12 337
krátkodobé přijaté zálohy	-	-	- 19 853	-
jiné závazky	- 1 967	14 494	21 559	34 086
Bankovní úvěry a výpomoci	- 12 850	1 235	- 2 976	- 14 591
bankovní úvěry dlouhodobé	-	-	-	-
krátkodobé bankovní úvěry	-	-	-	-
krátkodobé finanční výpomoci	-	1 235	- 2 976	-
Ostatní pasiva – přechodné účty pasiv	- 16 419	- 3 200	4 783	- 14 836

Podobný trend nastává při hospodaření sledované firmy s cizími zdroji. Od roku 2001 se podniku dařilo každým rokem snižovat absolutní výši cizího kapitálu v celkovém objemu podnikových finančních zdrojů. Co se týče procentního zastoupení, zde také docházelo ke snižování podílu cizího kapitálu po celou sledovanou dobu vyjma roku 2003, kdy cizí kapitál tvořil přibližně 27 % celkového kapitálu společnosti (údaje tabulky 2). O klesající tendenci cizího kapitálu se největší měrou zasloužily rezervy a krátkodobé závazky.

Krátkodobé závazky se významně podílejí na financování podnikatelské činnosti analyzované firmy. Počátkem sledovaného období vykazovaly rostoucí tendenci, od roku 2003 je patrné snižování jejich objemu i podílu, který zaujímají v celkovém kapitálu. V roce 2004 se krátkodobé závazky z důvodu nižšího odbytu snížily o více než 14 % ve srovnání s předchozím obdobím. Co se týče snížení cizího kapitálu v důsledku rezerv, které daná firma tvořila po celé čtyři roky, zde došlo ke snížení o 90 500 Kč za celé sledované období (údaje tabulky 3), tj. téměř o 74 %.

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

Tabulka 4 Indexy meziročních změn podnikového kapitálu v letech 2001 – 2004 (k 31. 12.)

Položka	2002/2001	2003/2002	2004/2003	2004/2001
KAPITÁL CELKEM	0,98	0,85	0,96	0,80
Vlastní kapitál	1,00	0,83	0,99	0,82
základní kapitál	0,88	0,79	0,39	0,28
kapitálové fondy	0	- 1,46	-	- 3,89
rezervní fond a ostatní fondy ze zisku	1,02	1,01	1,65	1,70
výsledek hospodaření minulých let	- 5,78	1,28	0,03	- 0,19
výsledek hospodaření běžného úč. obd.	0,24	1,02	0,52	0,13
Cizí zdroje	0,96	0,92	0,87	0,77
Rezervy	0,75	0,49	0,71	0,26
rezervy zákonné	0,74	0,52	0,72	0,28
Dlouhodobé závazky	-	-	-	-
Krátkodobé závazky	1,04	0,98	0,86	0,87
závazky z obchodního styku	1,10	0,59	1,11	0,72
závazky k ovládaným a řízeným osobám	-	-	-	-
závazky k úč. jednotkám – podstatný vliv	-	-	-	-
závazky k zaměstnancům	0,87	0,77	1,04	0,69
závazky ze sociálního zabezpečení	0,97	0,90	1,09	0,95
stát – daňové závazky a dotace	0,75	0,23	2,13	0,37
odložený daňový závazek	1,04	0,92	0,93	0,89
krátkodobé přijaté zálohy	-	-	0,57	-
jiné závazky	0,05	140,37	2,48	17,46
Bankovní úvěry a výpomoci	0,84	1,02	0,96	0,82
bankovní úvěry dlouhodobé	-	-	-	-
krátkodobé bankovní úvěry	-	-	-	-
krátkodobé finanční výpomoci	-	1,02	0,96	-
Ostatní pasiva – přechodné účty pasiv	0,42	0,73	1,55	0,48

6.2.1 Dlouhodobé závazky se na celkových kapitálových zdrojích hodnoceného podniku podílely pouze poslední sledovaný rok a to ve výši 9 000 Kč. V uvedených letech analyzovaná firma vykázala odložený daňový závazek, který vyplývá s rozdíly mezi daňovými a účetními odpisy dlouhodobého majetku a tvoří nerovnoměrný vývoj po celé sledované období.

Klesající tendence je zřetelná u složky ostatních pasiv, ovšem jen po dobu prvních tří let sledování, jelikož v roce 2004 došlo k náhlému navýšení o více než polovinu svého objemu oproti předchozího roku.

6.1. Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC)

Jak již bylo vysvětleno výše, náklady vlastního kapitálu je namířeno ze dvou hledisek a to z hlediska alternativního a bezúročného. Pomocí výše uvedeného vzorce byly vypočteny průměrné náklady kapitálu. Průměrné náklady kapitálu nejsou výdaje, ale jsou to náklady příležitosti a odpovídají celkové výnosnosti, kterou by mohl investor očekávat při investování do portfolia akcí a dluhopisů rovnocinné systematické rizika. Čím větší je riziko předstátí uje pro investory vložením kapitálu do společnosti, tím vyšší je systematická míra výnosnosti, kterou musí společnost dokázat, aby vytvářela hodnotu, a tím vyšší jsou i náklady na kapitál. Jde o průměrnou cenu vyžadovanou v dlouhodobé době, kterou musí podnik zaplatit za získání svého kapitálu.

6.1.1. Alternativní náklady vlastního kapitálu

Tabulka 5 Alternativní průměrné náklady vlastního kapitálu v letech 2001 – 2004 (Kč 10,12.- v %)

Poloha / Rok	2001	2002	2003	2004
ACEK (v %)	10,04	8,12	4,83	8,43
AVK (v %)	3,99	3,20	3,38	3,89
WACC (v %)	4,11	2,58	2,59	2,9

Na první pohled lze vidět, že po celé sledované období náklady cizího kapitálu převyšují náklady vlastního kapitálu (srdce tabulky 5). Náklady vlastního kapitálu mají kolísavý průběh.

6. ZHODNOCENÍ VÝVOJE KAPITÁLOVÉ STRUKTURY, NÁKLADŮ NA KAPITÁL U ČZ a. s.

Celkově se vývoj kapitálové struktury hodnoceného podniku vyznačuje každoročním snižováním vlastního kapitálu a současně klesajícím objemem cizího kapitálu.

Obecně platí, že čím vyššího zisku podniku dosahuje, tím vyšší podíl cizího kapitálu si může dovolit. Tuto zásadu podnikového hospodaření se hodnocené akciové společnosti podařilo dodržet po celé sledované období vyjma roku 2003, kdy došlo k nevyužití této skutečnosti a navýšení výsledku hospodaření běžného účetního období o necelá 2,5 %, zatímco cizí kapitál nadále klesal.

6.1. Průměrné vážené náklady kapitálu (WACC)

Jak již bylo popsáno výše, na náklady vlastního kapitálu je nahlíženo ze dvou hledisek a to z hlediska alternativního a finančního. Pomocí výše uvedeného vzorce byly vypočteny průměrné náklady kapitálu. Průměrné náklady kapitálu nejsou výdaje, ale jsou to náklady příležitosti a odpovídají celkové výnosnosti, kterou by mohl investor očekávat při investování do portfolia akcií a dluhopisů nesoucího srovnatelné riziko. Čím větší tedy riziko představuje pro investory uložení kapitálu do společnosti, tím vyšší je samozřejmě hranice výnosnosti, kterou musí společnost dosáhnout, aby vytvářela hodnotu, a tím vyšší jsou i náklady na kapitál. Jde o průměrnou cenu vyjádřenou v úrokové míře, kterou musí podnik zaplatit za získání svého kapitálu.

6.1.1. Alternativní náklady vlastního kapitálu

Tabulka 5 Alternativní pojetí nákladů vlastního kapitálu v letech 2001 – 2004
(k 31.12. - v %)

Položka / Rok	2001	2002	2003	2004
NCK (v %)	10,64	8,14	4,83	8,43
NVK (v %)	5,19	3,20	3,38	3,89
WACC (v %)	4,11	2,58	2,59	2,9

Na první pohled lze vidět, že po celé sledované období náklady cizího kapitálu převyšují náklady vlastního kapitálu (údaje tabulky 5). Náklady vlastního kapitálu mají kolísavý průběh.

V prvním roce sledování jsou téměř 5,2 %, v následujícím roce dojde ke snížení na 3,2 % a opětovnému navýšení. Stejně tak i náklady cizího kapitálu mají kolísavou tendenci a v prvním roce sledování jsou nejvyšší. Celkové náklady kapitálu na počátku sledování byly nejvyšší, tj. 4,11 % a následně dosáhly nejnižší hodnoty, tj. 2,58 %.

6.1.2. Finanční náklady vlastního kapitálu

Tabulka 6 Finanční pojetí nákladů vlastního kapitálu v letech 2001 – 2004

(k 31.12. - v %)

Položka / Rok	2001	2002	2003	2004
NCK (v %)	10,64	8,14	4,83	8,43
NVK (v %)	0,096	0,10	0,13	0,32
WACC (v %)	0,39	0,28	0,24	0,31

U výpočtu finančního pojetí nákladů vlastního kapitálu zůstávají náklady cizího kapitálu stejné, nezměněny. Zatímco pokud se zaměřím na náklady vlastního kapitálu, lze vidět rostoucí tendenci a to po celé sledované období. I zde mají celkové náklady kapitálu kolísavou tendenci. V prvním roce sledování je opět hodnota WACC nejvyšší, ovšem nejnižší hodnotu zaznamenává rok 2003, nikoli rok 2002 jako u alternativního pojetí (údaje tabulky 6).

Tabulka 7 Porovnání alternativního a finančního pojetí nákladů v letech 2001 – 2004

(k 31.12. - v %)

Položka / Rok	2001	2002	2003	2004
NVK-A (v %)	5,19	3,20	3,38	3,89
NVK-F (v %)	0,096	0,10	0,13	0,32
WACC-A (v %)	4,11	2,58	2,59	2,9
WACC-F (v %)	0,39	0,28	0,24	0,31

NVK-Aalternativní náklady vlastního kapitálu

NVK-Ffinanční náklady vlastního kapitálu

WACC-Acelkové náklady kapitálu při alternativních nákladech vlastního kapitálu

WACC-Fcelkové náklady kapitálu při finančních nákladech vlastního kapitálu

Na první pohled je viditelné, že alternativní pojetí je mnohonásobně vyšší než pojetí finanční a to jak u nákladů vlastního kapitálu, tak u celkových nákladů kapitálu (údaje tabulky 7). A to z důvodu, že alternativní náklady vlastního kapitálu v sobě zahrnují riziko podnikání.

6. 2. Analýza zadluženosti

Při analýze zadluženosti lze odhalit skutečnou finanční strategii obchodní společnosti, tzn., jak velké riziko je ochotna podstoupit. Kapitál podniku ve své podstatě představuje zdroje finančního krytí jednotlivých složek podnikového majetku.

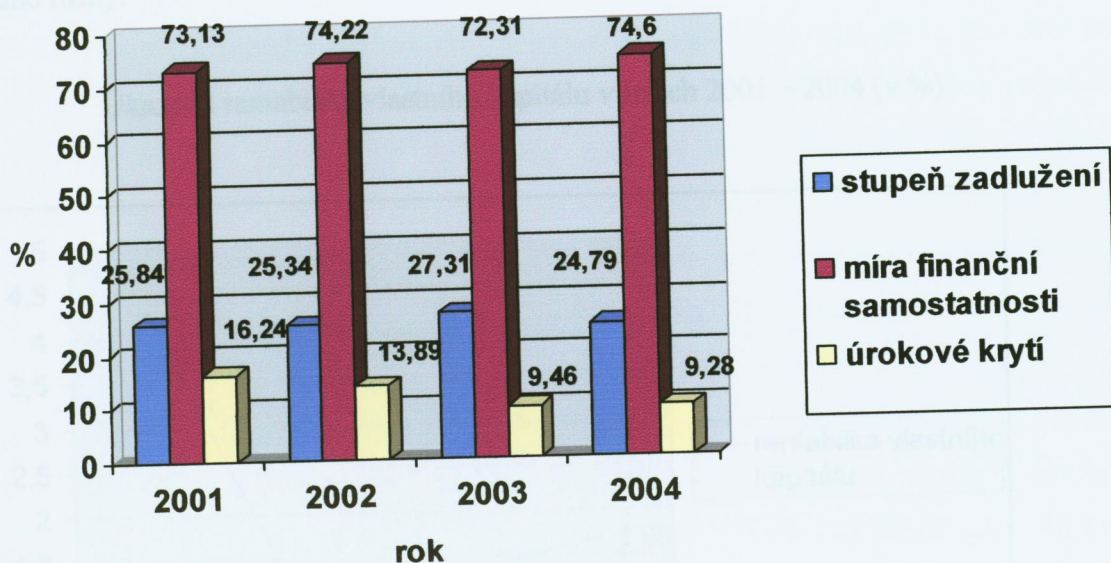
Celkovému objemu podnikových zdrojů krytí, který je tvořen z převážné části vlastním kapitálem, odpovídá stupeň zadlužení na úrovni okolo 26 % během celého sledovaného období (údaje tabulky 5). Úroveň tohoto ukazatel lze hodnotit příznivě, jelikož akciová společnost z větší části disponuje vlastním kapitálem a riziko akcionářů a věřitelů je tedy velmi nízké. Míru zadluženosti je vždy nutno posuzovat v souvislosti s oborem podnikání a celkovou výnosností, kterou podnik dosahuje z celkového vloženého kapitálu.

Tabulka 5 Ukazatele zadluženosti v letech 2001 – 2004 (v %)

Ukazatel / Rok	2001	2002	2003	2004
stupeň zadlužení (v %) <i>cizí kapitál / celkový majetek</i>	25,84	25,34	27,31	24,79
míra finanční samostatnosti (v %) <i>vlastní kapitál / celkový majetek</i>	73,13	74,22	72,31	74,60
úrokové krytí <i>EBIT / nákladové úroky</i>	16,24	13,89	9,46	9,28

Doplňujícím ukazatelem je míra finanční samostatnosti, která hodnotí zadluženost akciové společnosti z pohledu vlastního kapitálu. Jak už bylo popsáno výše, vlastní kapitál tvoří téměř $\frac{3}{4}$ celkového kapitálu tzn., že podnik dosahuje vysokého stupně finanční samostatnosti. Proporce všech tří ukazatelů jsou zobrazeny v grafu 2. Na první pohled lze odhalit přístup akciové společnosti k financování své podnikatelské činnosti a také postoj k riziku

Graf 2 Ukazatele zadluženosti v letech 2001 – 2004 (v %)



Pozitivní hodnocení si zaslouží i dosahovaná míra úrokového krytí, za jejíž minimální doporučenou úroveň se všeobecně považuje hodnota 3,0. Tento limit však akciová společnost několika násobně překročila a to během celého sledovaného období, což vypovídá o tom, že úroky z úvěru jsou dostatečně kryty vyprodukovaným ziskem podniku.

6.3. Rentabilita vlastního kapitálu

Při výpočtu ukazatele rentability vlastního kapitálu lze odhalit míru efektivnosti s níž podnik využívá kapitál vlastníků.

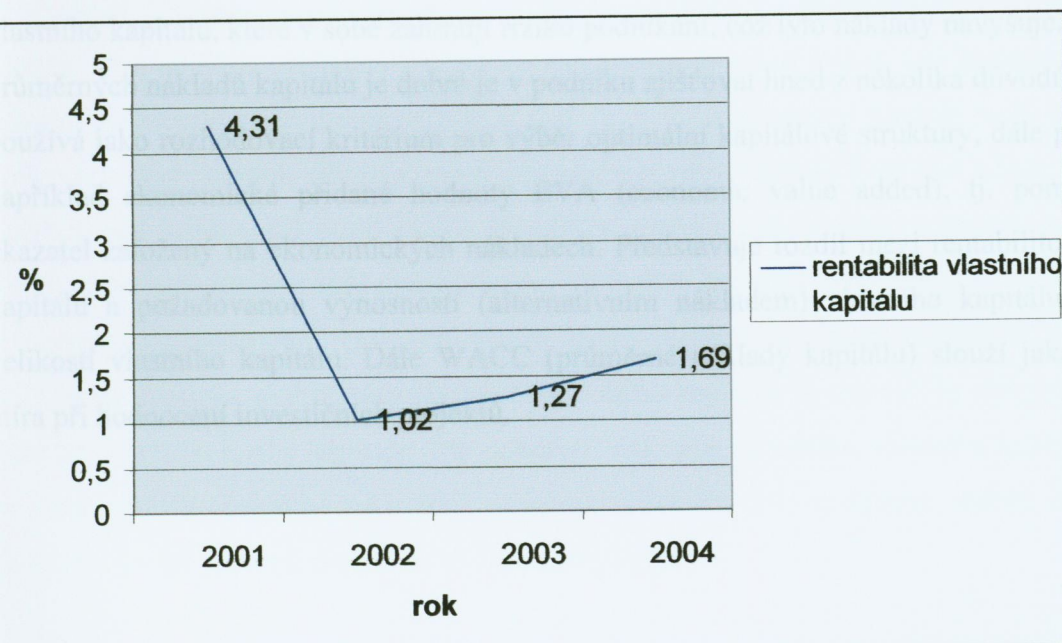
Tabulka 6 Ukazatel rentability vlastního kapitálu v letech 2001 – 2004 (v %)

Ukazatel / Rok	2001	2002	2003	2004
rentabilita vlastního kapitálu <i>zisk po zdanění / vlastní kapitál</i>	4,31	1,03	1,27	0,67

Na první pohled je patrné, že rentabilita vlastního kapitálu je vyjma prvního roku poměrně nízká. V roce 2001 připadá na jednu korunu investovanou vlastníky do podniku nejvíce čistého zisku a to 4,31 %. Následující rok došlo k výraznému snížení rentability na

03 % a to z důvodu výrazného snížení výsledku hospodaření běžného účetního období sledované firmy.

Graf 3 Ukazatel rentability vlastního kapitálu v letech 2001 – 2004 (v %)



Z grafu 3 vyplývá, že po celé sledované období docházelo ke kolísavé tendenci tohoto ukazatele.

5.4. Shrnutí

Ve sledované společnosti z velké části převažuje vlastní kapitál nad kapitálem cizím a to téměř ze 75 % celkových podnikových zdrojů. Je otázkou zda volit vyšší podíl cizího levnějšího kapitálu, který však znamená také zvýšené riziko, nebo upřednostnit tedy dražší vlastní, ale jistější kapitál. Použití cizího kapitálu jistě pozitivně působí na rentabilitu vlastního kapitálu, která se ovšem ve sledovaném podniku pohybuje vyjma prvního roku na nízké úrovni. V prvním sledovaném roce byla rentabilita vlastního kapitálu 4,31 % a v následujícím klesla na základě snížení výsledku hospodaření běžného účetního období na 1,03 %. Ukazatele zadluženosti vyjadřují skutečnost, že podnik používá také dluhu resp. cizích zdrojů k financování svých aktiv a činností.

V ČZ a. s. malému podílu cizího kapitálu odpovídá nízký stupeň zadlužení ve výši cca 26 %. Lze tedy říci, že společnost z převážné části své činnosti financuje z vlastních zdrojů.

Z nízkého stupně zadlužení vyplývá, že podnik dosahuje vysoké úrovně finanční samostatnosti, což je pro podnik pozitivní skutečnost. Mezi další ukazatele zadluženosti patří úrokové krytí, které si také zaslouží kladné hodnocení, jelikož jeho výše několikanásobně převýšila všeobecně doporučenou úroveň 3,0. Tato skutečnost vypovídá o tom, že úroky z úvěru jsou dostatečně kryty vyprodukovaným ziskem. Ve vybraného podniku převyšují alternativními náklady vlastního kapitálu, které v sobě zahrnují riziko podnikání, což tyto náklady navyšuje. Co se týče průměrných nákladů kapitálu je dobré je v podniku zjišťovat hned z několika důvodů. Podnik je používá jako rozhodovací kritérium pro výběr optimální kapitálové struktury, dále pro výpočet například ekonomické přidané hodnoty EVA (economic value added), tj. poměrně nový ukazatel založený na ekonomických nákladech. Představuje rozdíl mezi rentabilitou vlastního kapitálu a požadovanou výnosností (alternativním nákladem) vlastního kapitálu, násobený velikostí vlastního kapitálu. Dále WACC (průměrné náklady kapitálu) slouží jako diskontní míra při hodnocení investičních projektů.

ZÁVĚR

Firma ČZ a.s. zaznamenala ve finanční oblasti během sledovaných let drobné změny. Analýza kapitálové struktury odhalila poměr mezi vlastním a cizím kapitálem sledované společnosti. Pro tento poměr se uplatňuje obecná zásada a to, že vlastní kapitál má být pokud možno vyšší než cizí vzhledem k tomu, že cizí kapitál je nutné splatit. Lze konstatovat, že tuto zásadu společnost opravdu respektuje a řídí se jí, jelikož vlastní kapitál tvoří téměř 75 % celkových podnikových zdrojů a menší část podnikového kapitálu tvoří cizí zdroje tj. 25 %. Je otázkou zda volit vyšší podíl cizího levnějšího kapitálu, který však znamená také zvýšené riziko, nebo upřednostnit tedy dražší vlastní, ale jistější kapitál. Obvykle je pro výrobní podniky v literatuře doporučován optimální poměr mezi vlastním a cizím kapitálem 60 : 40 %. Sledovaná firma by mohla nevyužitých 15 % cizího kapitálu investovat do přínosných aktivit. Dále by použitím cizího kapitálu jistě pozitivně ovlivnila rentabilitu vlastního kapitálu, která je ve sledované firmě kromě roku 2001 poměrně nízká. Po celé sledované období 2001 – 2004 nedošlo k žádné výrazné změně ve složení zdrojů krytí.

Jak již bylo výše uvedeno v akciové společnosti převládá z vysoké části vlastní kapitál, lze tedy říci, že tomuto faktu také odpovídá nízký stupeň zadlužení ve výši 26 % celkových podnikových zdrojů. Drobné změny nastaly v ukazateli úrokového krytí, který měl od roku 2001 klesající tendenci 16,24 %, 13,89 %, 9,46 % a 9,28 %. Ovšem i přes toto je společnost schopna dostatečně krýt úroky z úvěru vyprodukovaným ziskem, jelikož za minimální doporučenou úroveň se v České republice považuje hodnota 3,0. Z ukazatelů zadluženosti lze tedy vydedukovat dobrou finanční stabilitu podniku a nízké riziko akcionářů a věřitelů. Sledovaná společnost z převážné části používá k financování svých aktiv a činností vlastní kapitál a jen malou část cizích zdrojů. Průměrné náklady kapitálu jsou v podniku používány jako rozhodovací kritérium pro výběr optimální kapitálové struktury, následně jako základ pro stanovení požadované výnosnosti při propočtu efektivnosti investičních projektů. Dále by mohly být v podniku využity pro stanovení optimální výše celkových kapitálových výdajů.

Díky dobrým odbytovým výsledkům se společnost řadí mezi nejvýznamnější exportéry České republiky. Své výrobky dodává do různých zemí světa a díky spokojenosti odběratelů tím upevňuje vztahy se zahraničím. ČZ a. s. plánuje rozšíření dodávek, výroby a tím i získávání

EZNAM POUŽITÉ LITERATURY

BLAHA, Z. S., JINDŘICHOVSKÁ, I.: Podnikové finance. Praha, Management Press 2001, ISBN 80-7261-025-2.

KISLINGEROVÁ, E.: Oceňování podniku. Praha, C. H. Beck 1999, ISBN 80-7179-227-6.

NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I.: Výkonnost a tržní hodnota firmy. Praha, Grada Publishing, 2002, ISBN 80-247-0125-1.

ČÍŽEK, T.: Řízení finančních procesů podniku. Praha, CREDIT 2003, ISBN 80-213-1025 1.

VALACH, J.: Finanční řízení podniku. Praha, EKOPRESS 1999, ISBN 80-86119-21-1.

SYNEK, M.: Podniková ekonomika. Praha, C. H. Beck 1999, ISBN 80-7179-228-4.

KISLINGEROVÁ, E.: Manažerské finance. Praha, C. H. Beck 2004, ISBN 80-7179-802-9.

MAŘÍKOVÁ, P., MAŘÍK, M.: Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. Praha, EKOPRESS 2001, ISBN 80-86119-36-X.

WÖHE, G.: Úvod do podnikového hospodářství. Praha, C. H. Beck 1993, ISBN 80-7179-014-1.

VALACH, J.: Investiční rozhodování a dlouhodobé financování. Praha, EKOPRESS 2001, ISBN 80-86119-38-6.