

PŘÍSTUPY K HODNOCENÍ ZMĚN KAPITÁLOVÉ STRUKTURY PRŮMYSLOVÝCH ODVĚTVÍ

M. Landa, D. Martinovičová

Došlo: 31. srpna 2010

Abstract

LANDA, M., MARTINOVIČOVÁ, D.: *Approaches to evaluation of changes in capital structure in industrial branches*. Acta univ. agric. et silvic. Mendel. Brun., 2010, LVIII, No. 6, pp. 259–268

Capital structure is described as a relation between equity and debts while the mutual consequences among items of company's assets and resources employed as well as the cost of capital are also taken into account. Both, the theory and practice, at evaluation of approaches to capital structure are focused on creation and optimization of capital structure. Relatively less frequent approach is the analysis of a state and of changes in capital structure on the level of whole business branch. But on this basis, it is possible to investigate some "average" approaches to selection of financial resources. At capital structure optimization (the proportion between equity and debts), a wide range of criteria plays a substantial role, e.g. cost of capital, risk, expected profitability, liquidity, dividend policy. These criteria have joint effect. This way, a logic question which criteria are preferred more and which criteria are preferred less appears. The article deals with the analysis of capital structure of three branches of manufacturing industry (the branch of production of plastics, the branch of production of electric equipments, the branch of production of textile) in the years 2007–2009 with the special focus on development of financial structure, capital structure and on cost of capital.

capital structure, cost of capital, financial structure, industrial branches, risk, company

Kapitálová struktura jako jeden z výsledků finančního řízení bývá obvykle definována (k podobnostem viz dále) jako vztah mezi vlastními a cizími zdroji se zohledněním vztahů mezi složkami podnikových aktiv a zdroji použitými k jejich financování. Odborná teorie i praxe se zaměřují při hodnocení přístupů k tvorbě a optimalizaci kapitálové struktury v případech individuálních subjektů (nejčastěji podnikatelského typu). Poměrně málo frekventovanou oblastí je analýza stavu a změn kapitálové struktury na úrovni průmyslových (či jiných) odvětví, na jejímž základě lze zkoumat určité „průměrné“ přístupy při volbě zdrojů financování.

Cílem příspěvku je analyzovat a interpretovat změny v kapitálové struktuře vybraných průmyslových odvětví (a to i s případným ohledem na průběh ekonomické krize) v letech 2007 až 2009. Jako základní metoda byla použita metoda komparace vybraných finančních ukazatelů, a to jak za vybraná

průmyslová odvětví (meziodvětvová komparace), tak i ve vztahu dílčích odvětví a zpracovatelského průmyslu. Vzhledem k problémům se srovnatelností absolutních hodnot byla metoda komparace založena zásadně na poměrových ukazatelích.

CHARAKTERISTIKA TEORETICKÝCH PŘÍSTUPŮ

Kapitálová struktura je v pracích různých autorů (Kislingerová, 2007; Mrkvička, Kolář, 2006; Šulák, Vacík, 2005 a další) obvykle definována jako soubor interních a externích zdrojů financování podnikových aktivit a z hlediska stávajících pravidel finančních výkaznictví při tvorbě rozvahy¹ lze rozlišovat její tři základní složky:

1. Vlastní kapitál tvoří:
 - o základní kapitál, tj. akciový kapitál, resp. obchodní podíly u obchodních společností,

¹ Viz např. vyhláška č. 500/2002 Sb., kterou se provádějí některá ustanovení zákona č. 563/1991 Sb., o účetnictví, pro účetní jednotky, které jsou podnikateli účtujícími v soustavě podvojného účetnictví.

- o různé typy podnikových fondů zákonné či dobrovolné povahy,
 - o nerozdělené (akumulované) výsledky hospodaření minulých let,
 - o výsledek hospodaření aktuálního období.
2. Cizí zdroje (kapitál) tvoří:
 - o rezervy,
 - o dlouhodobé a krátkodobé závazky,
 - o dlouhodobé a krátkodobé úvěry.
 3. Časové rozlišení (také označované jako ostatní pasiva).

Je zřejmé, že právě tyto uvedené složky jsou hlavním předmětem finančního řízení příslušných subjektů a týkají se jich některé teoretické přístupy směřujících zejména k optimalizaci kapitálové struktury. Shrnující přehled těchto přístupů uvádí zejména Kislingerová (2007), která rozlišuje statické teorie (model MM), tradiční pohled a dynamické teorie (teorie hierarchického pořádku)².

Z hlediska předmětu příspěvku má podstatný význam zejména dynamická teorie (teorie hierarchického pořádku): jestliže model MM i tradiční přístup sledovaly při optimalizaci kapitálové struktury obecně podnikový zájem, resp. zájem vlastníků podniku, teorie hierarchického pořádku sleduje pohled (zájem) podnikových manažerů (Kislingerová, 2007).

Souhrnně lze konstatovat (tamtéž), že při optimalizaci kapitálové struktury má důležitou roli řada kritérií, např. náklady na kapitál, riziko, očekávaná výnosnost, likvidita podniku, dividendová politika atd. Tato kritéria působí současně, a proto by je podnikový management měl posuzovat ve vzájemných souvislostech.

Poměrně významným počinem v aplikační rovině jsou výsledky výzkumu názorů finančních manažerů vybraných podniků v rámci kovodělného průmyslu, které mimo jiné obsahují následující přehled (viz Tab. I) a významnost jednotlivých faktorů kapitálové struktury (Valouch, 2008).

Na základě uvedených údajů lze předběžně (pro účely tohoto příspěvku) identifikovat dvě základní skupiny faktorů ovlivňující přístupy k volbě finanční struktury podniků:

1. Faktor finanční nezávislosti a vztah mezi majetkovou a kapitálovou strukturou – ve finanční teorii je tato skupina analyzována pomocí tzv. „zlatých“ pravidel financování (Kislingerová, 2007). Nezbytnou součástí této skupiny je rovněž faktor ziskovosti ve spojení s politikou rozdělování výsledků hospodaření.
2. Faktor nákladů na vlastní a cizí zdroje. Z hlediska srovnatelnosti je zde použita procentní sazba vážených nákladů na kapitál.

MATERIÁL A DATA

Základním zdrojem informací o stavu a vývoji kapitálové struktury hodnocených průmyslových odvětví (k výběru odvětví viz dále) byly použity standardní – veřejně dostupné – databáze z dále uvedených zdrojů:

- a) Metodické a statistické údaje zveřejňované Českým statistickým úřadem (viz např. sekce Publikace/8 Průmysl, energetika a stavebnictví, Statistická ročenka atd.).
- b) Dokument Analýza vývoje ekonomiky ČR a odvětví v působnosti Ministerstva průmyslu a obchodu ČR (dále jen „MPO“); viz např. MPO, Analýza vývoje ekonomiky ČR a odvětví v působnosti MPO za rok 2009, 2010).
- c) Dokument Finanční analýza podnikové sféry (viz např. MPO, Finanční analýza podnikové sféry za rok 2009, 2010).

Poznámka: Údaje o datových zdrojích jsou uváděny k datu zpracování práce, tj. k datu 27. 8. 2010.

Volba hodnocených průmyslových odvětví

V zásadě lze pojem „odvětví“ charakterizovat ve dvou základních směrech (Tuleja, 2007): jako soubor jednotek stejnorodé produkce, tj. soubor

I: Celkové výsledky bodového ohodnocení jednotlivých faktorů podle míry přispění k dosažení zisku ve vztahu ke kapitálu)

I: Total results of factors' evaluation according to their contribution to profit realization in connection to capital

Zvažovaný faktor	Celkové bodové ohodnocení faktoru
Dopad na finanční nezávislost podniku	1 260
Aktuální struktura aktiv a její předpokládaný vývoj	850
Velikost a stabilita zisku	685
Výše a stabilita tržeb	520
Cena vlastního kapitálu a cizích zdrojů	495
Výše provozní páky	-180
Zvažované investiční záměry	-180
Stabilita rozdělování zisku	-180

(Zdroj: Valouch, 2008)³

² Blíže k jednotlivým teoriím viz zejména Kislingerová (2007) nebo Brealex, Myers (1992).

³ Oproti původnímu zdroji byly zvažované faktory seřazeny vzestupně podle bodového ohodnocení.

ekonomických jednotek, jejichž činnost je zaměřena pouze na výrobu jednoho typu výrobku či jedné skupiny výrobků nebo jako soubor jednotek stejnorodé produkce, jejichž výstupem je identický výrobek (tzv. čistá odvětví).

Vzhledem ke stávající dostupné datové základně (viz výše) byl z pragmatického hlediska zvolen za základ definice odvětví druhý přístup, který je reprezentován klasifikací podle metodiky Českého statistického úřadu – Klasifikace ekonomických činností (CZ-NACE⁴).

Při uvažování počtu dílčích průmyslových odvětví, zahrnutých do výzkumu v rámci tématu hodnocení kapitálové struktury byla zvolena koncepce tří odvětví v rámci zpracovatelského průmyslu, která by měla zastupovat odvětví s nadprůměrnými, průměrnými a podprůměrnými výsledky. Jako základní kritérium volby byl použit ukazatel ROE – rentabilita vlastního kapitálu⁵ ve formě aritmetického průměru za období let 2007–2009, přičemž za doplňková kritéria (spíše kvalitativního charakteru) byla zvolena tato:

- zvolená odvětví by měla reprezentovat určitý „širší“ okruh subjektů v rámci odvětví (z tohoto hlediska byly např. z výběru vyloučeny Výroba koksu, Výroba motorových vozidel nebo Výroba ostatních dopravních prostředků),
- mělo by se jednat o odvětví s možností bližší identifikace produktového zaměření (proto z výběru bylo vyloučeno odvětví Ostatní zpracovatelský průmysl, které sice vykazuje nadprůměrnou hod-

notu ROE, avšak významný problém by představovala bližší identifikace dílčích produktů),

- z výběru byla vyloučena odvětví s extrémními hodnotami (příkladem je odvětví 26 Výroba počítačů, el. a opt. přístrojů, které vykazuje průměrnou hodnotu ROE –26,90, přičemž průměrná hodnota za zpracovatelský průmysl je hodnota 10,89).

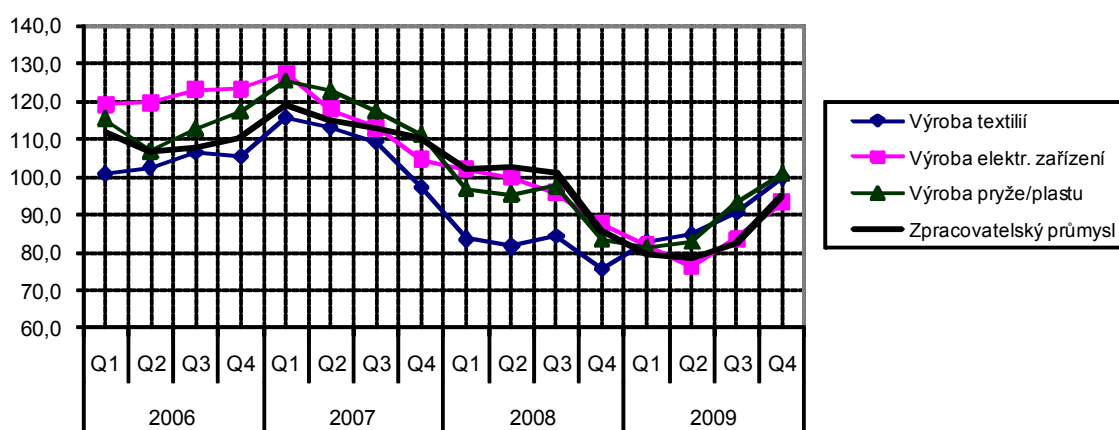
Po zvážení výše uvedených faktorů byl výběr odvětví zúžen na následující odvětví:

- Výroba pryžových a plastových výrobků jako odvětví nadprůměrné (průměr ROE: 17,61).
- Výroba elektrických zařízení jako odvětví průměrné (průměr ROE: 10,37).
- Výroba textilií a oděvních výrobků jako odvětví podprůměrné (průměr ROE: 1,89).

VÝSLEDKY A DISKUSE

Před samotnou analýzou stavu a vývoje kapitálové struktury hodnocených odvětví je nutné alespoň rámcově zobrazit pohled na základní vývojové tendence vývoje uvedených odvětví (doplňeny i údaji za sektor zpracovatelského průmyslu), který poskytuje Obr. 1.

Z grafu vyplývají tři základní vývojové fáze z hlediska produkčního vývoje odvětví: období růstu (rok 2006 – 1. čtvrtletí 2007), ve kterém jak zpracovatelský průmysl, tak i hodnocená odvětví vykazují pozitivní přírůstky indexu tržeb; období ekonomické krize (2. čtvrtletí 2007 – 1. až 2. čtvrtletí 2009), které je charakteristické významným poklesem objemu realizovaných tržeb; období zlepšení (2. až



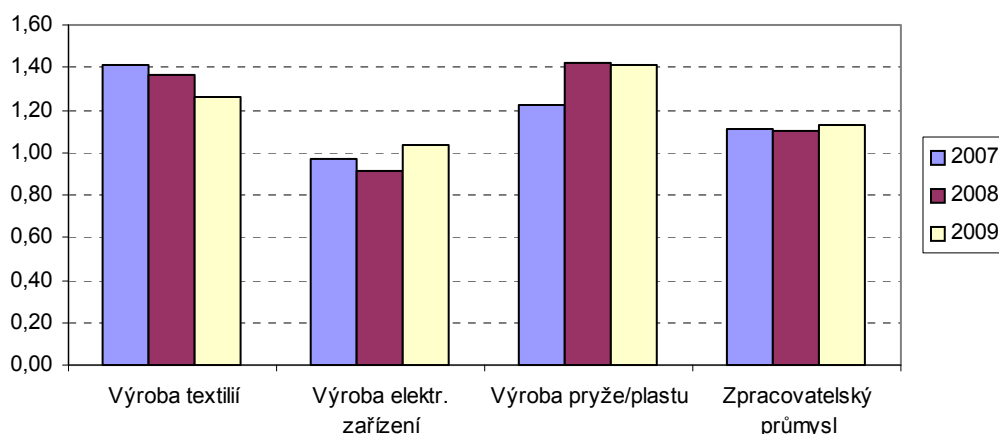
1: Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb průmyslové povahy – meziroční indexy (běžné ceny, stejné čtvrtletí předchozího roku = 100)

1: Sales of industrial products and services – annual indexes (Current prices equal quarter of previous year = 100)

Zdroj: ČSÚ, vlastní zpracování.

4 Zkratka NACE je odvozena z francouzského názvu „Nomenclature générale des Activités économiques dans les Communautés Européennes“ a jde o akronym pro statistickou klasifikaci ekonomických činností, kterou používá Evropská unie, resp. Evropská společenství, od roku 1970. Klasifikace ekonomických činností (CZ-NACE) nahradila v českém výkaznictví s účinností od 1. 1. 2008 dříve platnou Odvětvovou klasifikaci ekonomických činností (OKEČ); zdroj: NACE REV. 2 METODICKÁ PŘÍRUČKA. Český statistický úřad (<http://www.czso.cz/>).

5 Ukazatel ROE (rentabilita vlastního kapitálu) = poměr výsledku hospodaření za aktuální období po zdanění a hodnoty vlastního kapitálu vyjádřený v procentech.



2: Vývoj ukazatele míry finanční samostatnosti
 2: Development of the indicator of financial independence
 (Zdroj dat: MPO, 2010; vlastní zpracování)

3. čtvrtletí – 4. čtvrtletí 2009), ve kterém se projevuje oživení průmyslové produkce.

Pro účely řešeného tématu je podle autorů podstatným faktem nerovnoměrný průběh období ekonomické krize u jednotlivých odvětví a zejména pak časový posun při přechodu z období ekonomické krize do fáze oživení⁶:

- v odvětví výroby textilií je zřejmý podstatný pokles indexu tržeb (oproti zpracovatelskému průmyslu a rovněž i ostatním analyzovaným odvětvím) v období 4. čtvrtletí 2007 – 1. čtvrtletí 2008); ve srovnání s jinými odvětvími však fáze oživení nastává již v 1. čtvrtletí 2009,
- vývoj v odvětví výroby elektrických zařízení je ve zkoumaném odvětví prakticky totožný s vývojem zpracovatelského průmyslu; fáze oživení u něj nastává ve 3. čtvrtletí 2009,
- v odvětví výroby pryžových a plastových výrobků lze identifikovat poněkud odlišný vývoj, který se do značné míry blíží vývoji v odvětví textilní výroby; fáze oživení u daného odvětví nastává ve 2. čtvrtletí 2009.

Uvedené tendence vývoje odvětví z hlediska tržeb budou v následujících částech příspěvku konfrontovány s vývojem z hlediska kapitálové struktury.

Vývoj finanční struktury

V Obr. 2 je uveden vývoj finanční struktury hodnocených odvětví, měřený ukazatelem míry finanční samostatnosti.

Ukazatel „Míra finanční samostatnosti“ je definován⁷ jako poměr mezi vlastním a cizím kapitálem a z tohoto pohledu zobrazuje základní pohled na využívání vlastních a cizích zdrojů pro financování podnikových potřeb; v odborné literatuře (viz např. Kislingerová, 2007) je obecně doporučován poměr 1 : 1.

Z uvedeného grafu je zřejmé, že ve zpracovatelském průmyslu se projevuje stálá tendence k převaze využívání vlastního kapitálu (ukazatel míry finanční samostatnosti se pohybuje v rozmezí hodnot 1,11 až 1,13). Poněkud rozdílný vývoj ukazatele lze ale identifikovat u tří dílčích odvětví:

- u odvětví Výroba textilií lze zjistit klesající tendenci ukazatele, což naznačuje (byť na úrovni bezpečné hranice) tendenci k vyšší míře využití cizího kapitálu,
- u odvětví Výroba elektrických zařízení hodnota ukazatele nejprve klesá (rok 2008), ale v následujícím roce již dosahuje doporučené hodnoty 1 : 1,
- u odvětví Výroba pryžových a plastových výrobků (které má charakter nadprůměrného odvětví) lze identifikovat již v roce 2008 nárůst hodnoty ukazatele a jeho následnou stabilizaci na hodnotě 1,4.

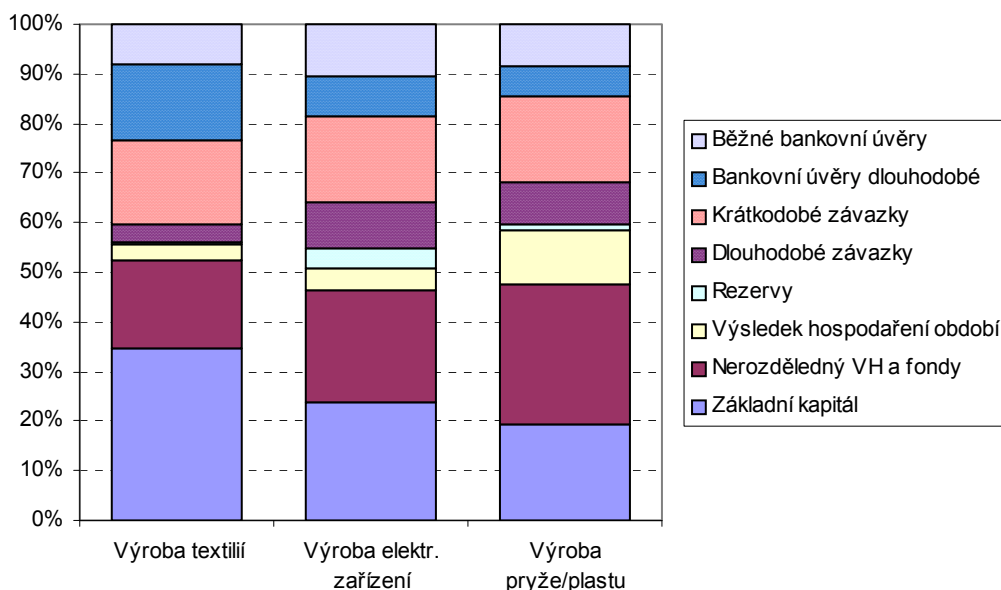
Doplňkové informace k vývoji ukazatele poskytuje Obr. 3, zobrazující finanční strukturu⁸ vybraných odvětví v roce 2009 (v roce, který je charakterizován překonáváním ekonomické krize a návratem do „normální“ situace odvětví).

Klíčový shodný rys finanční struktury odvětví byl zmíněn výše – jedná se o velmi podobnou hodnotu

6 Příčiny tohoto nerovnoměrného průběhu ekonomické krize v jednotlivých odvětvích nejsou primárním předmětem příspěvku a budou analyzovány v dalších fázích výzkumu.

7 Viz např. Mrkvička, Kolář (2006).

8 Do finanční struktury nebyla zařazena položka „ostatní pasiva“, a to ze dvou důvodů: ostatní pasiva jsou z hlediska účetního výkaznictví definována jako nástroj časového rozlišení nákladů a výnosů a mají tedy spíše účetní než věcný charakter; druhým důvodem je nepatrnost této položky v rámci celkových pasiv.



3: Finanční struktura ve vybraných odvětvích
 3: Financial structure in chosen industries
 (Zdroj dat: MPO, 2010; vlastní zpracování)

ukazatele míry finanční samostatnosti (poměr vlastního a cizího kapitálu). Zřejmě podstatnější jsou zde informace o rozdílech ve využívání dílčích složek finanční struktury, u kterých by se měla projevit míra ekonomické výkonnosti z hlediska dosahování zisku):

- a) Oblast cizího kapitálu: zde lze u hodnocených odvětví identifikovat pouze jeden shodný rys, kterým je podíl krátkodobých závazků – u všech tří odvětví má stejný podíl ve výši 17%; hodnota ostatních složek je rozdílná:
 - o u odvětví Výroba textilií (odvětví podprůměrné) tvoří klíčovou část cizího kapitálu bankovní úvěry s převahou dlouhodobých úvěrů,
 - o u odvětví Výroba elektrických zařízení (odvětví průměrné) podíl bankovních úvěrů klesá na 33% cizího kapitálu a tento určitý „výpadek“ zdrojů je nahrazen dlouhodobými závazky (nebankovního typu),
 - o u odvětví Výroba pryžových a plastových výrobků (odvětví nadprůměrné) je trend poklesu podílu bankovních úvěrů ještě zřetelnější, ale zde je zmiňovaný „výpadek“ zdrojů nahrazen částečně dlouhodobými závazky a částečně vyšší úrovní vlastního kapitálu.
- b) Oblast vlastního kapitálu: i když je celkový poměr vlastního kapitálu u všech hodnocených odvětví v zásadě shodný, přesto se jeho vnitřní struktura výrazně liší:
 - o u odvětví Výroba textilií (odvětví podprůměrné) jednoznačně dominuje položka základní kapitál (vykazuje podíl 62% na celkovém vlastním kapitálu), kdežto ostatní položky (aktuální vý-

sledek hospodaření, fondy a nerozdělené výsledky hospodaření mají druhotný význam),

- o u odvětví Výroba elektrických zařízení (odvětví průměrné) se situace v poměru základních složek vlastního kapitálu mění ve prospěch položky fondy a nerozdělené výsledky hospodaření (podíl základního kapitálu klesá na hodnotu 47% celkového vlastního kapitálu),
- o u odvětví Výroba pryžových a plastových výrobků (odvětví nadprůměrné) zmiňovaný trend dále pokračuje – podíl základního kapitálu opět klesá na 33% vlastního kapitálu.

Při interpretaci uvedených strukturních údajů lze podle názorů autorů aplikovat tezi S. Myerse (Kislingarová, 2007) o tom, proč si nejziskovější podniky vypůjčují obvykle nejméně (což je právě situace odvětví Výroba pryžových a plastových výrobků ve srovnání s odvětvím Výroba textilií) – je tomu tak proto, že tyto podniky mají dostatek vnitřních fondů na pokrytí svých investičních (přesněji řečeno investičních a provozních) potřeb.

Uvedenou tezi je ale podle našeho názoru nutné doplnit o klíčový předpoklad, kterým je aplikace spíše konzervativní politiky v oblasti rozdělování výsledku hospodaření – právě tato politika vede k zadržení podstatné části výsledků hospodaření pro účely vnitřního financování podniků a tím ke zvýšení objemu vlastního kapitálu.

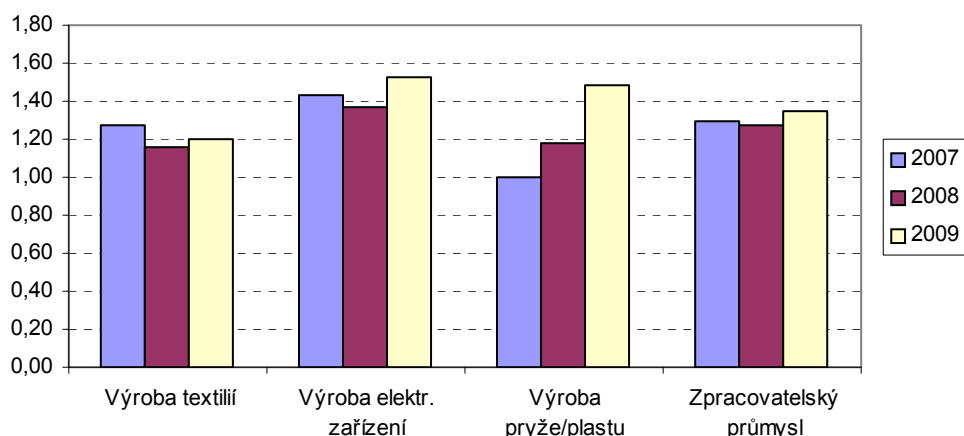
Vývoj kapitálové struktury

Kritérium kapitálové struktury je ve finanční teorii reprezentováno tzv. zlatým bilančním pravidlem financování (viz např. Kislingarová, 2007), které lze

vyjádřit rovnici: Dlouhodobý majetek = Vlastní kapitál + Dlouhodobé cizí zdroje.

Uvedená rovnice tedy vyjadřuje požadavek sladěním časového horizontu používání aktiv s časovým horizontem zdrojů, kterými je daný majetek financován. V teorii finanční analýzy je pak uvedený požadavek vyjadřován ukazatelem krytí stálých aktiv dlouhodobými zdroji (Dlouhodobé zdroje / Stálá aktiva). Vývoj tohoto ukazatele v hodnocených odvětvích a ve zpracovatelském průmyslu zobrazuje Obr. 4.

Z uvedeného poznatku pak lze odvodit logickou interpretační otázku: Které pravidlo je pro podniky v rámci hodnocených odvětví přednější: hledisko zlatého pravidla financování nebo hledisko likvidity? Autoři tohoto příspěvku jsou toho názoru, že v hodnocené oblasti je pro podniky přednější hledisko zajištěné likvidity, které jim zajišťuje dostatečný (tj. bezpečný) objem krátkodobých aktiv ve srovnání s krátkodobými závazky¹¹ – odvozeným důsledkem tohoto přístupu je pak dodržení výše uvedeného bilančního pravidla.



4: Vývoj ukazatele krytí stálých aktiv dlouhodobými zdroji

4: Development of the ratio of long-term resources to fixed assets

(Zdroj dat: MPO, 2010; vlastní zpracování)

Z grafického zobrazení je zřejmé, že jak ve zpracovatelském průmyslu, tak i v hodnocených odvětvích je uvedené bilanční pravidlo dodržováno – každý z hodnocených subjektů vykazuje hodnotu ukazatele větší než 1. Při hodnocení ukazatele je ale podle našeho názoru nutné vzít v úvahu nejen hledisko kapitálové přiměřenosti, ale rovněž i hledisko likvidity. Likvidita⁹ je totiž s uvedenými hodnotami ukazatele velmi úzce spojena: pokud podnik či odvětví vykazuje hodnotu ukazatele krytí stálých aktiv dlouhodobými zdroji větší než 1, pak vzhledem ke schématu majetkové a kapitálové struktury¹⁰ daný subjekt vykazuje kladnou hodnotu čistého pracovního kapitálu a tedy i zajištěnou likviditu.

Náklady na kapitál

Teorie podnikových financí¹² vychází z teze, že každá skupina kapitálu použitého k financování aktiv (cizí, ale rovněž i vlastní kapitál) vyvolává vznik určitých nákladů a tyto náklady by měly být brány v úvahu při rozhodování o finanční struktuře daného subjektu. V této souvislosti je obecně uváděn (empirický) poznatek, že náklady na použití vlastního kapitálu jsou vyšší než náklady na cizí kapitál – na tomto poznatku je pak založen předpoklad preference cizího kapitálu před vlastním kapitálem. Současně je ale nutné zdůraznit, že výše nákladů na kapitál je pouze jedním z kritérií rozhodování o finanční struktuře daného subjektu, a to z následujících důvodů:

9 Likvidita obecně vyjadřuje schopnost podniku hradit své krátkodobé závazky a ve finanční praxi se vyjadřuje buď poměrovými ukazateli nebo rozdílovým ukazatelem čistého pracovního kapitálu; blíže viz např. Mrkvička, Kolář (2006)

10 Viz např. Kislingerová (2007).

11 Důvodem je zejména skutečnost, že při převaze krátkodobých závazků nad krátkodobými zdroji by se podnik vystavoval nebezpečí zahájení insolvenčního řízení podle zákona č. 182/2006 Sb.

12 Viz Kislingerová (2007), Brealey, Myers (1992) a další autoři.

- prvním (spíše právním) důvodem je skutečnost, že financování podnikových aktiv pouze cizím kapitálem (tj. s nižšími náklady) naráží na bariéru minimálního základního kapitálu¹³,
- druhý důvod (ekonomické povahy) spočívá ve výše uvedených faktorech finančního rozhodování podniků – jde zejména o faktory finanční bezpečnosti a zajištěné likvidity, které podniky vedou k využívání vlastních zdrojů, a to v mnohých případech i nad rámec zdrojů cizích.

Míra nákladů na kapitál je obvykle vyjadřována sazbou váženého průměru nákladů na kapitál (WACC – Weighted Average Cost of Capital), vypočtené s pomocí vzorce (viz např. Kislingerová, 2007):

$$WACC = r_e \times E/(E + D) + r_d \times (1 - t) \times D/(E + D),$$

kde

r_e náklady na vlastní kapitál (Return of Equity),

E vlastní kapitál (Equity),

r_d náklady na cizí kapitál,

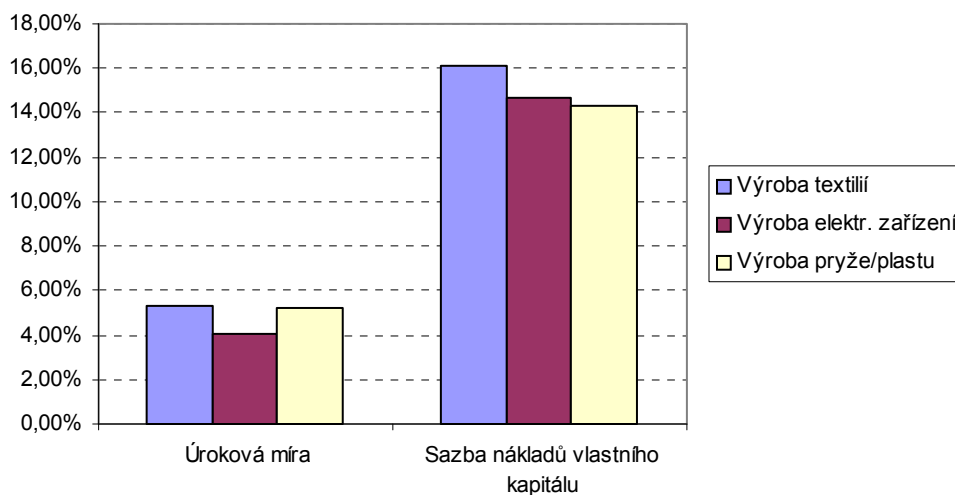
t sazba daně z příjmů,

D ... cizí kapitál (Debt).

Pro účely analýzy dále uvedených tendencí ve vývoji průměrných nákladů na kapitál byl použit následující metodický postup zjištění vstupních hodnot:

- sazba r_e (jejíž výpočet je ve finanční praxi nejobtížnější) byla z praktických důvodů převzata z dokumentu MPO (2010)¹⁴,
- hodnotu E tvoří výše vlastního kapitálu (hodnota je převzata z datového zdroje MPO, 2010),
- sazba r_d byla vypočtena jako poměr mezi položkou Nákladové úroky a položkou Bankovní úvěry a výpomoci celkem,
- hodnotu D tvoří úročené složky cizího kapitálu, tzn. dlouhodobé závazky a bankovní úvěry (hodnoty jsou převzaty z datového zdroje MPO, 2010).

Z Obr. 5 je zřejmé, že sazba nákladu cizího kapitálu (průměrná úroková míra) se pohybuje v intervalu 4,1 % až 5,3 %, kdežto sazba váženého nákladu na cizí kapitál v intervalu 14,3 % až 16,1 %. Uvedený základní nepoměr (při přibližné rovnosti poměru vlastního a cizího kapitálu budou náklady na vlastní kapitál výrazně vyšší než náklady na cizí kapitál) lze interpretovat jako potvrzení údajů uvedených v tab. I a současně i jako popření teoretických koncepcí preferujících hledisko nákladů na kapitál při optimalizaci finanční struktury – ve svém souhrnu preferují podniky v rámci hodnocených odvětví kritéria finanční bezpečnosti, finanční stability a likvidity před náklady kapitálu.



5: Poměr sazeb nákladů na kapitál v hodnocených odvětvích v roce 2009

5: Ratios of cost of capital in chosen industries in 2009

(Zdroj dat: MPO, 2010; vlastní zpracování)

13 Podle aktuálního znění obchodního zákoníku č. 513/1991 Sb. činí minimální výše základního kapitálu u akciových společností 2 mil. Kč, resp. 20 mil. Kč a u společností s ručením omezeným 200 tis. Kč.

14 V uvedeném dokumentu je sazba nákladů na vlastní kapitál vypočtena s pomocí ratingového modelu (blíže viz Kislingerová, 2007) nebo metodická část dokumentu MPO (2010). Jinou možností by byla aplikace modelu CAPM nebo (v krajním případě) použití sazby ukazatele ROE.

SOUHRN

Kapitálová struktura je charakterizována jako vztah mezi vlastními a cizími zdroji se zohledněním vztahů mezi složkami podnikových aktiv a použitými zdroji a nákladů na kapitál. Odborná teorie i praxe se zaměřují při hodnocení přístupů k tvorbě a optimalizaci kapitálové struktury v případech individuálních subjektů (nejčastěji podnikatelského typu). Poměrně málo frekventovanou oblastí je analýza stavu a změn kapitálové struktury na úrovni odvětví, na jejímž základě lze zkoumat určité „průměrné“ přístupy při volbě zdrojů financování. Cílem příspěvku bylo analyzovat a interpretovat změny v kapitálové struktuře vybraných průmyslových odvětví (a to i s případným ohledem na průběh ekonomické krize) v letech 2007 až 2009.

Při optimalizaci kapitálové struktury hraje důležitou roli řada kritérií, např. náklady na kapitál, riziko, očekávaná výnosnost, likvidita podniku, dividendová politika atd. Tato kritéria působí současně a vzniká tak logická otázka, která z nich jsou více nebo méně preferována. Základní analýza stavu a změn kapitálové struktury byla provedena u odvětví Výroba pryžových a plastových výrobků (odvětví nadprůměrné), Výroba elektrických zařízení (odvětví průměrné) a Výroba textilií a oděvních výrobků (odvětví podprůměrné).

V oblasti finanční struktury (poměr mezi vlastním a cizím kapitálem) byla ve zpracovatelském průmyslu i hodnocených odvětvích identifikována tendence k převaze využívání vlastního kapitálu; vnitřní struktura kapitálu však vykazovala u jednotlivých odvětví podstatné rozdíly. Zjištěné údaje naznačují potvrzení teze o větší míře využívání bankovních úvěrů ekonomicky podprůměrnými podniky (a naopak); podle našeho názoru je ale uvedenou tezi nutné doplnit o klíčový předpoklad, kterým je aplikace spíše konzervativní politiky v oblasti rozdělování výsledku hospodaření – právě tato politika vede k zadržení podstatné části výsledků hospodaření pro účely vnitřního financování podniků a tím ke zvýšení objemu vlastního kapitálu a snížení nutnosti čerpání úvěrů.

Při analýze kapitálové struktury (vztah mezi stálými aktivy a dlouhodobými zdroji) bylo jak ve zpracovatelském průmyslu, tak i v hodnocených odvětvích zjištěno dodržení pravidla sladění časového horizontu používání aktiv s časovým horizontem zdrojů, kterými je daný majetek financován (s mírným převisem dlouhodobých zdrojů nad stálými aktivy). Při hodnocení tohoto stavu je nutné vzít v úvahu nejen hledisko kapitálové přiměřenosti, ale rovněž i hledisko likvidity, vyjádřené kladnou hodnotu čistého pracovního kapitálu. V této souvislosti formulujeme názor, že v hodnocených odvětvích je přednější hledisko zajištění likvidity a odvozeným důsledkem tohoto přístupu je pak dodržení bilančního pravidla financování.

Třetí analyzovanou oblastí byly náklady na vlastní a cizí kapitál, resp. poměr těchto dvou složek. V této oblasti byla potvrzena správnost obecně uváděného poznatku převaze nákladů na použití vlastního kapitálu nad náklady na cizí kapitál – na tomto poznatku je pak založen předpoklad preference cizího kapitálu před vlastním kapitálem. Současně však porovnání uvedeného poznatku se skutečným poměrem vlastního a cizího kapitálu vede ke zjištění, že ve zpracovatelském průmyslu i ve sledovaných odvětvích podniky preferují kritéria finanční bezpečnosti, finanční stability a likvidity před náklady kapitálu.

kapitálová struktura, náklady kapitálu, finanční struktura, průmyslová odvětví, riziko, podnik

SUMMARY

Capital structure is described as a relation between equity and debts while the mutual consequences among items of company's assets and resources employed as well as the cost of capital are also taken into account. Both, the theory and practice, at evaluation of approaches to capital structure are focused on creation and optimization of capital structure. Relatively less frequent approach is the analysis of a state and of changes in capital structure on the level of whole business branch. But on this basis, it is possible to investigate some "average" approaches to selection of financial resources. Aim of the article is to analyze and interpret the changes in capital structure of chosen industrial branches in the years 2007 – 2009 while potential influences of financial crisis are taken into account as well.

At capital structure optimization (the proportion between equity and debts), a wide range of criteria plays a substantial role, e.g. cost of capital, risk, expected profitability, liquidity, dividend policy. These criteria have joint effect. This way, a logic question which criteria are preferred more and which criteria are preferred less appears. Basic analysis of a state of and changes in capital structure has been elaborated in the branch of production of plastics (above average branch), in the branch of production of electric equipments (average branch), and in the branch of production of textile (substandard). In financial structure (the proportion between equity and debts) of manufacturing industries and of evaluated branches, the trend of employment of equity has been identified; but internal structure of capital has shown substantial differences among the branches. Observed data confirm a hypothesis about higher employment of bank loans in companies which are economically of a substandard, and vice versa. Our opinion is that this hypothesis has to be fulfilled with a key presumption which is

an application of more conservative policy in the area of profit sharing because especially this policy leads to retaining substantial part of profits for internal funding, and subsequently to increase in the amount of equity and decrease in a need of bank loans employment.

At analyzing the capital structure (the relation between fixed assets and long term financial resources), maintenance of the rule of harmonization the time horizon of assets and financial resources employment has been observed in both, in manufacturing industries as well as in chosen branches. There has been only a little overhang of long term financial resources over fixed assets. At evaluation of this state, it is necessary to take into account not only the viewpoint of capital adequacy, but also the viewpoint of liquidity presented by the positive value of net working capital. In this consequence, we can say that in the chosen branches, the viewpoint of liquidity is preferred with subsequent maintenance of the balance rule of financing.

The third analyzed area was the cost of capital, respectively the proportion between the cost of equity and the cost of debts. There were confirmed the relevancy of a general knowledge that cost of equity are higher than cost of debts. This knowledge is also the basis of preference the debts over the equity funds employment. At the same time, comparison of this fact with the real proportion between equity and debts observed in the chosen branches leads to conclusion that both, manufacturing industries as well as chosen branches prefer criteria of financial security, financial stability and liquidity over the cost of capital.

LITERATURA

- BREALEY, R. A., MYERS, S. C., 1992: *Teorie a praxe firemních financí*. Translated by Zdeněk Tůma - Milan Tůma. Praha: Victoria Publishing, a. s., ISBN 80-85605-24-4.
- Český statistický úřad (ČSÚ), www.czso.cz.
- KISLINGEROVÁ, E. a kol., 2007: *Manažerské finance*. 2. přepracované a rozšířené vydání. Praha: C. H. Beck, ISBN 978-80-7179-903-0.
- MAREŠ, S., 2006: *Firemní finanční politiky a finanční plánování*. Praha: Vysoká škola finanční a správní, o.p.s., ISBN 80-86754-58-8.
- Ministerstvo průmyslu a obchodu (MPO), Sekce strategického rozvoje a Odbor ekonomických analýz. *Finanční analýza podnikové sféry za rok 2009 (přepočtené údaje od roku 2007)*, 2010. Dostupné na <http://www.mpo.cz/dokument76325.html>. [cit. 11. července 2010].
- MRKVIČKA, J., KOLÁŘ, P., 2006: *Finanční analýza*. 2. přepracované vydání. Praha: ASPI, a. s., ISBN 80-7357-219-2.
- ŠULÁK, M., VACÍK, E., 2005: *Měření výkonnosti firem*. Praha: Vysoká škola finanční a správní, ISBN 80-86754-33-2.
- TULEJA, P., 2007: *Analýza pro ekonomy*. Brno: Computer Press, ISBN 978-80-251-1801-6.
- VALOUCH, P., 2008: *Teorie kapitálové struktury podniku*. Brno, Disertační práce na ESF MU.

Adresa

JUDr. Martin Landa, doc. Ing. Dana Martinovičová, Ph.D., Ústav podnikové ekonomiky, Mendelova univerzita v Brně, Zemědělská 1, 613 00 Brno, Česká republika, e-mail: landa.emc@seznam.cz, martinov@node.mendelu.cz

